



SUSY NAIARA ALVES DA SILVA

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA
CORPORATIVA E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS: UM ESTUDO EM EMPRESAS
BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

**LAVRAS-MG
2016**

SUSY NAIARA ALVES DA SILVA

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UM ESTUDO EM EMPRESAS
BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada à
Universidade Federal de Lavras, como
parte das exigências do Programa de
Pós-Graduação em Administração,
área de concentração em Gestão de
Negócios, Economia e Mercados, para
obtenção do título de Mestre.

Orientador

Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto

**LAVRAS- MG
2016**

**Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca
Universitária da UFLA, com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).**

Silva, Susy Naiara Alves da.

Relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados: : um estudo em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA / Susy Naiara Alves da Silva. – Lavras : UFLA, 2016.

133 p. : il.

Dissertação (mestrado acadêmico)–Universidade Federal de Lavras, 2016.

Orientador(a): Gideon Carvalho de Benedicto.

Bibliografia.

1. Governança corporativa. 2. Conselho de administração. 3. Gerenciamento de resultados. I. Universidade Federal de Lavras. II. Título.

SUSY NAIARA ALVES DA SILVA

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UM ESTUDO EM EMPRESAS
BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

**RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND
EARNINGS MANAGEMENT: A STUDY IN BRAZILIAN COMPANIES
LISTED IN BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada à
Universidade Federal de Lavras, como
parte das exigências do Programa de
Pós-Graduação em Administração,
área de concentração em Gestão de
Negócios, Economia e Mercados, para
obtenção do título de Mestre.

APROVADA em 18 de março de 2016.

Dr. Francisval de Melo Carvalho UFLA

Dr. Renato Silvério Campos UFLA

Dr. Fabrício Molica de Mendonça UFSJ

Dr. Gideon Carvalho de Benedicto

Orientador

**LAVRAS- MG
2016**

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus, pois não teria concluído esta etapa da minha vida sem a fé que eu tenho Nele.

À Universidade Federal de Lavras (UFLA) e ao Departamento de Administração e Economia (DAE), pela oportunidade concedida para realização do mestrado.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela bolsa de estudos concedida.

Ao professor Dr. Gideon Carvalho de Benedicto, pela paciência na orientação e pelos incentivos que tornaram possível a conclusão desta dissertação.

Aos professores Francisval de Melo Carvalho, Fabricio Molica de Mendonça e Renato Silvério Campos por participarem da banca de avaliação desta dissertação e pelas valiosas contribuições a este trabalho.

A todos os professores do curso, que foram tão importantes na minha vida acadêmica e pela harmoniosa convivência.

A todos os meus amigos da turma de mestrado, pelo companheirismo, pelas contribuições, pelo apoio e amizade que me deram força para seguir em frente.

Por fim, a todos aqueles que de alguma forma estiveram e estão próximos a mim, fazendo esta vida valer cada vez mais a pena.

“Toda ação humana, quer se torne positiva ou negativa, precisa depender de motivação.” (Dalai Lama)

RESUMO

O objetivo deste trabalho foi identificar uma possível relação entre a governança corporativa, por meio da estrutura do conselho de administração e os níveis de gerenciamento de resultados em companhias abertas brasileiras. O estudo caracteriza-se como sendo uma pesquisa descritiva, do tipo hipotético-dedutiva, com abordagem quantitativa orientada pelo modelo de estimação proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995). A amostra foi composta por 56 empresas, analisadas no período de 2011 a 2014. As informações sobre as empresas foram extraídas do banco de dados do Economática. Para a análise dos dados coletados, utilizaram-se técnicas multivariadas, como correlação de Pearson e dados em painel e nas abordagens POLS, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Posteriormente, aplicou-se o teste de comparação de médias ANOVA. Os resultados obtidos mostram que de maneira geral, as organizações tendem a seguir o perfil de conselho administrativo recomendado pelos códigos de governança corporativa. No entanto, as características da composição do conselho, no que tange ao seu tamanho e à dualidade de cargos ainda não foram suficientes para que de fato fossem considerados fatores capazes de inibir a prática discricionária nas empresas estudadas. Com relação às variáveis de controle, apenas o tamanho e rentabilidade do patrimônio líquido não apresentaram nenhuma relação significativa com o gerenciamento de resultados. É importante destacar que a literatura aponta inúmeros fatores que explicam os diferentes impactos proporcionados pela formação do conselho de administração em diferentes regiões ou países. Dentre os fatores apontados, destacam-se o sistema legal do país, o desenvolvimento econômico e político, a importância do mercado de capitais, e o nível de educação contábil.

Palavras-chave: Governança corporativa. Conselho de administração. Gerenciamento de resultados.

ABSTRACT

The objective of this work was to identify a possible relation between corporate governance, through the structure of the boards of directors and the levels of earnings management of Brazilian public companies. The study is characterized as a descriptive, of a hypothetical-deductive nature, with quantitative approach guided by the estimation model proposed by Kang and Sivaramakrishnan (1995). The sample was comprised by 56 companies, analyzed in the period from 2011 to 2014. The information on the companies were extracted from Economatica databank. For the data analysis, we used multivariate techniques, such as Pearson correlation and panel data in PLS, Fixed Effects and Random Effects approaches. Furthermore, we applied the mean comparison test ANOVA. The results obtained show that, generally, the organizations tend to follow the profile of boards of directors recommended by the codes of corporate governance. However, the characteristics of the composition of the board, regarding its size and the duality of positions that are not yet sufficient to be considered capable of inhibiting the discretionary practice of the studied companies. Relative the control variables, only size and return on equity presented no significant relation with result management. It is important to highlight that literature point many factors that explain the different impacts caused by the formation of the administration board in different regions or countries. Among the factors pointed, we highlight the legal system of the country, the economic and political development, the importance of the capital market, and the level of accounting education.

Keywords: Corporate governance. Boards of directors. Earnings management.

LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

Figura 1 - Sistemas de Governança Corporativa	30
Figura 2 - Conceitos de acumulações	45
Figura 3 - Modalidades de Gerenciamento de Resultados.....	50
Figura 4 - Resumo dos testes necessários para escolha do tipo de painel.....	89
Gráfico 1 - Acumulações discricionárias por meio do modelo KS.....	96

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Definições de gerenciamento de resultados.....	42
Quadro 2 - Diferenças entre gerenciamento de resultados e fraude	45
Quadro 3 - Pesquisas empíricas sobre gerenciamento de resultados	66
Quadro 4- Síntese dos problemas de especificação dos modelos mais utilizados para estimação dos <i>accruals</i>	78
Quadro 5 - Variáveis independentes do modelo	85
Quadro 6 – Resultados encontrados para as hipóteses de pesquisa	115

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição das companhias por setor de atividade	72
Tabela 2 - Origem do controle acionário das companhias	73
Tabela 3 - Percentual de empresas classificadas nos níveis de governança	73
Tabela 4 - Sistemas de informação utilizados para a coleta de dados	74
Tabela 5 - Operacionalização das variáveis	79
Tabela 6- Estatística descritiva das variáveis utilizadas para o cálculo dos <i>accruals</i> discricionários	92
Tabela 7 - Acumulações discricionárias	94
Tabela 8 - Estatística descritiva dos <i>accruals</i> discricionários	98
Tabela 9- Estatística descritiva das variáveis independentes métricas para o período de 2011 a 2014.....	99
Tabela10-Estatísticas descritivas das variáveis do conselho de administração.....	101
Tabela 11- Estatísticas descritivas das variáveis <i>dummy</i>	102
Tabela 12- Correlação entre as variáveis da amostra	104
Tabela 13- Diagnóstico de painel	108
Tabela 14- Resultado das regressões com dados em painel – Período de 2011 a 2014	109
Tabela 15- Resultados da ANOVA	117

LISTA DE SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GC	Governança Corporativa
GMI	<i>Governance Metrics International</i>
GR	Gerenciamento de Resultados
IASB	<i>International Accounting Standard Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standard Comitee</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standard</i>
KS	Modelo de Kang e Sivaramakrishnan
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
OCDE	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
PIB	Produto Interno Bruto
SEC	<i>Securities Exchange Comission</i>
SOX	Lei <i>Sarbanes-Oxley</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	Contextualização do tema	15
1.2	Questão de pesquisa	18
1.3	Objetivo Geral.....	18
1.4	Objetivos Específicos	18
1.5	Justificativas	19
2	REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1	Teoria da Agência e assimetria informacional.....	23
2.2	Governança Corporativa	26
2.2.1	Mecanismos de governança corporativa.....	32
2.2.1.1	Estrutura de propriedade e controle.....	33
2.2.1.2	Conselho de administração	36
2.2.2	Qualidade da informação contábil	39
2.3	Gerenciamento de resultados	41
2.3.1	Motivações para o gerenciamento de resultados.....	47
2.3.2	Modalidades para o gerenciamento de resultados	50
2.3.3	Modelos de estimação de gerenciamento de resultados.....	51
2.3.3.1	Modelo de Healy (1985).....	53
2.3.3.2	Modelo DeAngelo (1986)	54
2.3.3.3	Modelo de Dechow, Sloan e Sweeney ou Modelo Industrial (1991)	55
2.3.3.4	Modelo de Jones (1991)	56
2.3.3.5	Modelo de Jones Modificado (1995)	58
2.3.3.6	Modelo de Kang e Sivaramakrisnan (1995)	59
2.3.3.7	Modelo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003).....	60
2.3.3.8	Modelo de Pae (2005).....	64
2.4	Estudos empíricos	65

3	METODOLOGIA	70
3.1	Tipologia de pesquisa	71
3.2	População, amostra e coleta de dados	71
3.3	Modelo e variáveis	74
3.3.1	Aplicação do Modelo de Kang e Sivaramakrisnan	75
3.3.2	Operacionalização das variáveis	78
3.3.3	Variáveis, hipóteses e impactos esperados	86
3.3.4	Análise dos modelos regressivos utilizados na pesquisa	89
3.4	Limitações da pesquisa	92
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	92
4.1	Estimação dos <i>accruals</i> discricionários	92
4.1.1	Estatísticas descritivas	93
4.1.2	Resultados dos <i>accruals</i> discricionários	100
4.1.3	Características do conselho de administração	103
4.2	Análise de correlação	107
4.3	Resultados de dados em painel	108
4.4	Síntese dos resultados obtidos	114
4.5	Testes adicionais	116
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	120
	REFERÊNCIAS	124

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo, apresenta-se a introdução, o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos. Também faz parte desse capítulo inicial a delimitação e a relevância do estudo.

1.1 Contextualização do tema

As informações contidas nas demonstrações contábeis das empresas refletem a situação econômico-financeira em que se encontram, servindo como suporte para gestores e *stakeholders* (fornecedores, clientes, instituições financeiras, governo, entre outros) na tomada de decisão, além de refletir diretamente no funcionamento dos mercados. Sendo assim, a qualidade da informação contábil tem sido de grande interesse não somente para investidores, mas para acadêmicos e para a sociedade em geral. Seus usuários a avaliam sob algumas perspectivas, quais sejam: transparência, persistência, conservadorismo, relação dos números contábeis com o desempenho dos preços das ações ou do valor de mercado da firma, nível de *disclosure* e gerenciamento de resultados contábeis.

No que tange ao gerenciamento de resultados, a teoria da agência explica que a relação entre gestores e acionistas pode ser conflituosa. A separação das funções de propriedade e de controle gera os chamados “conflitos de agência” que se materializam em um contexto de assimetria de informações, em que o comportamento oportunista e discricionário dos gestores faz com estes gerenciem informações de modo a retratar uma realidade da empresa que não é a verdadeira. Esses ajustes afetam a qualidade das informações contábeis e resultam em falhas na alocação de recursos que permitem a geração de rendimento entre as empresas, além de injustificáveis distribuições de riquezas que afetam o mercado de capitais.

Os escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos envolvendo empresas conceituadas contribuíram para que preocupações surgissem sobre

a integridade das informações contábeis divulgadas ao mercado de capitais. Nos Estados Unidos, a criação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) teve por caráter a obrigação de uma série de exigências com a finalidade de melhorar a qualidade dos relatórios financeiros (SUN; LAN; LIU, 2014).

Dessa forma, a governança corporativa surgiu como um instrumento de fiscalização e controle de gestão das empresas, caracterizada como um conjunto de deveres legais atribuídos às empresas, gestores e principais acionistas, em prol do alinhamento de interesses entre as partes interessadas. Acredita-se que boas práticas de governança contribuem para o melhor desempenho corporativo, beneficiando acionistas e *stakeholders*.

Transparência, equidade de tratamento e prestação de contas são práticas que devem ser adotadas por companhias de capital aberto e devem atender aos interesses dos gestores, acionistas controladores e minoritários. O processo que visa a harmonizar a relação principal-agente envolve também a atuação do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria, Comitê de Remuneração e eventuais outros Comitês, funcionários, clientes, fornecedores, credores, auditorias independentes, entre outros. Conforme mencionado anteriormente, os interesses de todos os envolvidos podem muitas vezes ser conflitantes em termos de informações, formas de remuneração, direitos e todo o processo decisório da empresa.

Em meio aos diversos mecanismos de governança que monitoram as atividades dos gestores, considera-se como um dos principais o Conselho de Administração, cujos componentes devem trabalhar em prol do interesse da companhia por completo. Dentre suas diversas funções está a eleição e substituição do diretor executivo, acompanhamento da gestão, definição da estratégia, monitoramento dos riscos e supervisão do relacionamento da companhia com os demais agentes (ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013). De modo geral, seus membros são escolhidos por meio de assembleia geral entre proprietários e acionistas.

Martinez (2010) afirma que, recentemente, a literatura acadêmica nacional e internacional em administração tem manifestado crescente

interesse pelo papel dos Conselhos de Administração (*Boards of Director*). Segundo o autor, os trabalhos procuram focalizar em três questões principais: (i) Como as características do Conselho de Administração, tais como tamanho e sua composição, influenciam o desempenho da firma; (ii) verificar se as características do Conselho de Administração influenciam no preço das ações de uma empresa e, (iii) que fatores afetam a montagem de um Conselho de Administração.

De acordo com Marra, Mazzola e Prencipe (2011), a efetividade do conselho enquanto mecanismo de controle é prejudicada quando o presidente da organização também desempenha o papel de conselheiro. No entanto, os autores admitem que diante de seus deveres operacionais e pelo fato de possuir informações privilegiadas, a participação do CEO no conselho é imprescindível no processo e tomada de decisões.

Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) consideram que por ser a autoridade máxima de uma companhia, o CEO pode exercer forte influência sobre o conselho e, sobretudo, ter incentivos pessoais para se manter no cargo. Os autores expõem como exemplo, que o mau desempenho da empresa em um período pode não ser motivo suficiente para que ocorra uma nova eleição. Seguindo este raciocínio, a permanência no cargo tornaria favorável o comportamento oportunista típico do gerenciamento de resultados.

O tamanho do conselho também é considerado nas pesquisas como um fator que pode influenciar a discricionariedade nas organizações. Entretanto, González e Meca (2013) ponderam que os resultados são divergentes quando tentam responder se quanto maior ou menor a quantidade de membros, maiores ou menores serão as chances de conflitos de agência, que resultam na expropriação de recursos. Por outro lado, Fama e Jensen (1983) sugerem que um conselho grande deve ter participação expressiva de diretores externos à organização, pois estes são monitores mais eficazes e estão mais inclinados em manter a qualidade das informações divulgadas ao mercado de capitais.

Tomando como base as colocações anteriores, espera-se que as organizações que adotam boas práticas de governança consigam limitar a esfera de expropriação por parte dos gestores e reforçar os direitos dos acionistas minoritários, resultando em benefícios como valor de mercado refletido no preço das ações, diminuição dos custos de agência e atração de novos investidores. Assim, sob a ótica da Teoria da Agência, esta pesquisa busca identificar a influência que a estrutura do Conselho de Administração enquanto mecanismo de monitoramento, tem sobre os níveis de gerenciamento de resultados em companhias abertas brasileiras.

1.2 Questão de pesquisa

Considerando o papel exercido pelo conselho de administração enquanto mecanismo de governança corporativa, quanto a promover o alinhamento de interesses entre gestores (agente) e acionistas (principal), apreciando ainda a relevância em se obter evidências empíricas, elabora-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em companhias abertas brasileiras?

1.3 Objetivo Geral

O trabalho tem como objetivo geral verificar se a estrutura do Conselho de Administração atrelada às boas práticas de governança corporativa constitui mecanismos que podem reduzir a propensão ao gerenciamento de resultados contábeis em companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&F BOVESPA.

1.4 Objetivos Específicos

O trabalho tem os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar as características do Conselho de Administração das empresas não financeiras, listadas na BM&F BOVESPA no período de 2011 a 2014;

- b) Verificar se a estrutura do Conselho de Administração influencia o comportamento discricionário do gerenciamento de resultados nas empresas selecionadas;
- c) Estimar as acumulações discricionárias das empresas selecionadas com base nas demonstrações contábeis disponibilizadas no período de 2011 a 2014;
- d) Analisar a relação entre os níveis de gerenciamento de resultados e as características específicas das firmas, tais como tamanho, rentabilidade, nível de endividamento, a emissão de ADR's (*American Depositary Receipt*) e a participação em um dos níveis diferenciados de governança corporativa.

1.5 Justificativas

Estudos sobre práticas de gerenciamento de resultados buscam identificar quais os fatores que levam gestores a distorcer as informações contábeis, que por sua vez interferem nas decisões tomadas dentro das companhias.

No campo internacional, diversos autores analisaram a influência da estrutura do conselho de administração sobre o comportamento discricionário dos agentes. Chi et al. (2014) estudaram a relação entre empresas familiares e gerenciamento de resultados, considerando o percentual de conselheiros independentes. Estudos que tiveram como amostra as companhias abertas relacionaram a estrutura do conselho com a qualidade das informações contábil-financeiras (XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003; ALVES, 2011; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; GONZALES; MECA, 2013) e com os níveis de gerenciamento de lucros antes e depois da adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) (DIMITROPOULOS; ASTERIOU, 2010).

Com relação às empresas financeiras, Wu et al. (2016) abordaram o tema com intuito de identificar a relação entre gerenciamento de resultados e

a performance de bancos asiáticos, enquanto Borneman et al. (2015) estudaram o oportunismo dos CEO's em instituições financeiras alemãs.

Da mesma forma, o tema em questão tem sido debatido em pesquisas brasileiras, dentre elas, destaca-se o estudo de Klann (2011), cujo objetivo foi verificar a influência do processo de convergência às normas do *International Accounting Standards Board* (IASB) no nível de gerenciamento de resultados de empresas brasileiras e inglesas.

Rodrigues (2013) analisou a existência de comportamento oportunístico dos gestores nos períodos que antecedem a Oferta Pública de Aquisição de Ações de companhias abertas. Segundo o autor, a literatura é bastante heterogênea quando se trata do referido tema, pois, existem análises relacionadas a fatores comportamentais, estudos que procuram testar empiricamente este fenômeno, com base em mecanismos de governança corporativa e até problemas relacionados à detecção de gerenciamentos de resultados por parte de auditorias.

O estudo de Almeida (2011) verificou as relações entre a prática de gerenciamento de resultados por empresas brasileiras de capital aberto e a prestação concomitante de outros serviços que não de auditoria pelo auditor independente, assumindo ser este o agente na relação de conflito de agência.

No que concerne às características de formação do conselho de administração das empresas brasileiras, Martinez (2010) investigou se tais características, bem com as de auditores independentes, estão correlacionadas com a propensão para a prática de gerenciamento de resultados, no período de 1998 a 1999. Por sua vez, Munhoz (2015) verificou se práticas de gerenciamento de resultados em cooperativas agropecuárias do Estado do Paraná estão relacionadas com as eleições para presidente do conselho de administração.

Piccoli e Cunha (2015) verificaram se o fato de o conselheiro de uma empresa também desempenhar esse papel no conselho de outra empresa (denominado *Board Interlocking*) está relacionado com o GR em empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Considerado um órgão intermediador entre acionistas e administradores, o modo como o conselho de administração das empresas está estruturado é um ponto importante na busca por um ambiente de proteção legal entre as partes interessadas. Portanto, este estudo se justifica pela recorrente necessidade de se pesquisar a influência deste mecanismo de governança sobre o comportamento oportunístico dos gestores de empresas brasileiras. Tal relação é mais explorada acerca do cenário internacional, e cabe ressaltar que as características estruturais e macroeconômicas das empresas em diversos países diferem quando se trata o assunto. De maneira geral, o gerenciamento de resultados pode causar impactos na relação entre organização e *stakeholders*, gerando dúvidas sobre o processo contábil, o trabalho dos auditores, analistas, reguladores, entre outros. Outro ponto a ser ressaltado, é que detectar o gerenciamento de resultados não é uma tarefa simples, tendo em vista que existem diversas técnicas para estimação das acumulações discricionárias.

Acredita-se que esta pesquisa possa contribuir com o arcabouço teórico para o entendimento do objetivo geral, preenchendo lacunas e lançando novas perspectivas, bem como a possibilidade de verificar a qualidade da informação que está sendo disponibilizada pelas companhias a seus usuários, como os profissionais da área contábil, auditores, entidades governamentais, analistas de mercado, investidores, credores, clientes, entre outros. É relevante mencionar que diante das pesquisas que focaram a relação entre o conselho de administração e o gerenciamento de resultados, a proposta desse estudo é incluir uma variável ainda não explorada, a saber: a substituição do diretor executivo, dada a influência que este exerce sobre as decisões deste mecanismo de governança corporativa.

Do ponto de vista social, espera-se que o estudo contribua para a reflexão sobre o dever legal do administrador de trabalhar em prol da eficiência e dos interesses dos investidores. Espera-se também que os resultados obtidos contribuam para disseminar a relevância da governança corporativa para a longevidade das organizações.

Os conceitos de gerenciamento de resultados, comparados às *proxies* que definem boas práticas de governança corporativa serão discutidos nesta pesquisa, considerando que estes possam contribuir para o desenvolvimento, o bom relacionamento entre os agentes e a continuidade das companhias. Acredita-se também que esta pesquisa possa contribuir tanto para o ambiente acadêmico quanto para as finanças corporativas, tendo em vista que o grau de compromisso das companhias com as normas da governança corporativa e a qualidade das informações reportadas influenciam diretamente a tomada de decisão dos usuários da informação contábil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo tem por objetivo apresentar as contribuições teóricas de autores que tratam do tema da pesquisa.

2.1 Teoria da Agência e Assimetria Informacional

Coase (1937) em sua obra “*The nature of the firm*” descreve a teoria econômica clássica como um ambiente em que as firmas atuavam de forma racional, direcionadas para otimização de lucros, uma vez que o proprietário e o gestor eram o mesmo indivíduo. Nas atividades das organizações modernas, com a separação de propriedade e gestão surgiram os problemas com a assimetria de informações e os conflitos de agência que são discutidos na literatura pela Teoria da Agência. De acordo com Williamson (1985, p. 47):

O oportunismo gera informações assimétricas entre as instituições. Pode gerar informações descabidas tanto dentro quanto fora das organizações, com objetivo de enganar, distorcer, ofuscar ou confundir os atores de uma transação.

A assimetria de informações ocorre quando um agente detém um conhecimento a respeito de informações não disponíveis para os outros agentes participantes da transação, e daí surge a possibilidade de que não existam incentivos suficientes para que a parte detentora da informação privilegiada se comporte de modo eficiente (BRAGA, 2011). Essa ausência de incentivos dá origem ao chamado *moral hazard* (risco moral), que segundo Fagundes (1997), refere-se àquelas situações em que um participante do mercado não pode observar as ações do outro, de modo que esse último pode tentar maximizar sua utilidade valendo-se de falhas ou omissões contratuais.

Sob essas considerações, Williamson (1985, p. 47) define que o oportunismo se refere às pessoas que procuram o autointeresse, com astúcia, o que inclui mentir, roubar e enganar. Ambas as formas, *ex-ante* e *ex-post*

oportunismo são reconhecidas na literatura como seleção adversa e moral duvidosa respectivamente.

Para Silva (2010), os conflitos de agência são o resultado do oportunismo dos agentes econômicos diante de contratos incompletos. Ou seja, pelo fato de não ser possível prever todas as situações de um contrato, os gestores podem tomar decisões subjetivas com relação à alocação de recursos, sendo que tais decisões nem sempre estão alinhadas com os interesses dos investidores. A autora ressalta que a assimetria informacional, em associação com o conflito de agência contribui para a ineficiência do mercado e a guarda de informações que poderiam ser úteis a outros usuários da contabilidade, caso divulgadas tempestivamente. Complementando tais afirmações, destacam-se as considerações de Iudícibus e Lopes (2012, p. 172):

[...] na firma idealizada pela teoria, não existe o problema de assimetria informacional. Isto é, como temos um indivíduo responsável por todas as atividades da empresa, ele possui toda a informação relevante disponível. Nas empresas reais, com seus vários níveis hierárquicos e milhares de empregados, a assimetria informacional é um fato. Os acionistas estão em desvantagem informacional em relação aos altos executivos da empresa, que por sua vez não possuem o mesmo nível informacional dos subordinados.

Em outras palavras, quando uma das partes (agente) age a seu favor, visando a maximização de seu bem-estar por meio do poder a ela atribuído por outra parte (principal), e esse ambiente de informações desencontradas gera os chamados conflitos de agência.

Segundo Berle e Means (1991 p. 12):

O contrato firmado entre as partes precisa ser alinhado para que o agente contratado trabalhe a favor dos interesses dos acionistas. Caso contrário, umas das partes será detentora de informações das quais a outra parte não terá acesso, originando assim, a assimetria informacional entre as partes.

Contudo, tendo em vista que os atores envolvidos na gestão financeira não necessariamente agem de acordo com os interesses dos

investidores, Jensen e Meckling (1976) afirmam que se ambas as partes na relação são maximizadoras de utilidade, existe uma boa razão para se acreditar que nem sempre o agente agirá para o melhor interesse do principal.

Essa relação conturbada resulta nos custos de agência, que são os gastos do principal com o monitoramento das ações do agente, e são descritos por Jensen e Meckling (1976) como a soma de:

- a) Gastos com o monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- b) Despesas realizadas pelo próprio agente para assegurar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele (*bonding expenditures*);
- c) Perdas residuais, em função da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal;
- d) Custos com a criação e a estruturação de contratos entre o principal e o agente.

Os conflitos de agência podem ocorrer entre acionistas e administradores, e entre acionistas majoritários e minoritários. Segundo Andrade (2008), os conflitos entre acionistas e administradores ocorrem quando o principal, representado pelos acionistas transfere poderes aos administradores, e se ambos possuem interesses distintos, a empresa poderá arcar com os custos de agência. Outro ponto discutido pelo autor, está no fato de existirem diferenças entre as carteiras de investimento. Enquanto os acionistas tendem a possuir um capital mais diversificado, os administradores tendem a contar apenas com um grande investimento em capital humano realizado na empresa, tido como investimento não diversificável (ANDRADE, 2008).

Os conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários surgem quando a maior parte do controle acionário de uma organização está

em posse de poucos acionistas enquanto o restante está em posse dos acionistas minoritários. Segundo Andrade (2008, p. 12):

O conflito entre os próprios acionistas surge a partir do momento que os majoritários utilizam o maior acesso às informações da empresa para praticar a expropriação dos direitos dos minoritários. Dessa forma, os pequenos investidores precisam procurar algum tipo de mecanismo legal que os proteja contra a expropriação e que, assim, represente os seus interesses na condição de proprietários, da mesma forma que são os majoritários.

Sendo assim, existe um grande esforço de governança corporativa empenhado em criar mecanismos internos e externos que possam limitar a expropriação do principal cometida pelo agente, além de garantir o reinvestimento do principal. Para tanto, Jensen e Meckling (1976) consideram que serão fatores preponderantes: competência técnica dos executivos escolhidos para orientar as atividades da empresa; o alinhamento de interesses dos executivos com os interesses corporativos; e a adequação da estrutura de governança corporativa para a condução da relação entre o principal e o agente.

Já Harris (2009) considera a remuneração como meio mais eficaz para sincronizar os interesses entre agente e principal, tendo em vista que os benefícios que os acionistas concedem aos executivos tendem a motivá-los a melhorar o desempenho da empresa. Estes mecanismos, no entanto, não garantem que as divergências entre as partes ainda possam ocorrer, gerando custos adicionais.

2.2 Governança Corporativa

Em 1990, surgiram as primeiras discussões entre investidores, acadêmicos e legisladores acerca da governança corporativa com o intuito de combater fraudes e abusos de poder. Em 1992 foi publicado na Inglaterra o Relatório *Cadbury*, que seria o primeiro código de tais práticas. No mesmo ano, empresas americanas também incorporaram em sua gestão os manuais de recomendações de governança corporativa.

Posteriormente, a *Organization for Economic Co-operation and Development* (OCDE), uma organização multilateral que congrega 30 países industrializados mais desenvolvidos no mundo, promoveu a divulgação dos *Principles of Corporate Governance*, em maio de 1999, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança. Em 2002, nos Estados Unidos ocorreu uma grande mudança com a criação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), que tem como uma de suas principais características a responsabilidade penal da diretoria das empresas. De acordo com Farias (2004), essa Lei exige total transparência nas demonstrações contábeis e financeiras, impondo responsabilidade sobre informações constantes em relatórios financeiros e contábeis, assinados pelos principais administradores, executivos, advogados, contadores e auditores externos, entre outros.

A Lei *Sarbanes-Oxley* está embasada em quatro princípios da governança corporativa, conforme explicam Andrade e Rossetti (cap. 3, 2011): *fairness, disclosure, accountability e compliance*. Nesse contexto, seus principais impactos e mudanças definiram novo cenário para a governança corporativa com novos elementos, por exemplo: ágios de governança (empresas com altos valores de ações possuem mais qualidade de governança corporativa), agências de *rating* (empresas criadas para medir e assessorar outras na adoção e reação de boas práticas de governança corporativa, como a *Governance Metrics International* (GMI)), códigos de ética das corporações (cada vez mais comuns nas corporações) e redução de custos (minimização de conflitos e custos de agência) (CATAPAN; CHEROBIM, 2010).

No mês seguinte à adoção da SOX, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) editou algumas normas e a Bolsa de Valores de Nova York aprovou novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas.

No Brasil, o código de boas práticas de governança surgiu em 1999, por meio do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC),

associação sem fins lucrativos com a missão de disseminar tais práticas. Em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários, um órgão regulamentador do mercado acionário publicou uma cartilha de boas práticas de governança voltadas para empresas de capital aberto.

O conceito de governança corporativa em si é muito amplo, e diferentes mecanismos foram sugeridos na literatura para aliviar os problemas de agência entre gestores e acionistas, e entre acionistas controladores e minoritários (SILVA; LEAL, 2005). Para Silveira (2015, p. 6), a governança corporativa diz respeito:

[...] a maneira pela qual as sociedades são dirigidas e controladas, incluindo suas regras explícitas e tácitas, com destaque para o relacionamento entre seus principais personagens: diretoria, conselho de administração e acionistas. Trata-se de um tema que exige uma abordagem multidisciplinar, englobando áreas como ética empresarial, gestão, liderança, psicologia social, direito, economia, finanças e contabilidade, entre outras.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa está associada a mecanismos que visam garantir que investidores recebam efetivamente o retorno sobre seus investimentos. Dentre as diferentes abordagens sobre o assunto, está a que enfatiza os interesses dos acionistas, sob a perspectiva da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015, p. 20), governança corporativa:

É o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

Para Grün (2003), a governança corporativa é uma nova maneira de organizar o relacionamento entre empresa e mercado financeiro, e está embasada na transparência contábil e respeito a todos os acionistas. Governança Corporativa, assim, pode ser conceituada como práticas e relacionamentos de todas as partes interessadas, tanto internas como

externas, com a finalidade de valorização dos ativos da empresa (RAMOS; MARTINEZ, 2006). Seguindo essa linha de raciocínio, La Porta et al. (2000) explanam que a governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos agentes internos (gestores e acionistas controladores).

Nas palavras de Souza (2009) a governança corporativa funciona como um conjunto de princípios e práticas incorporadas aos modelos de gestão das empresas, e tem atraído ao longo dos anos a atenção de diferentes partes interessadas. Essas partes interessadas estão diretamente envolvidas com os valores e processos de governança, bem como os seus interesses.

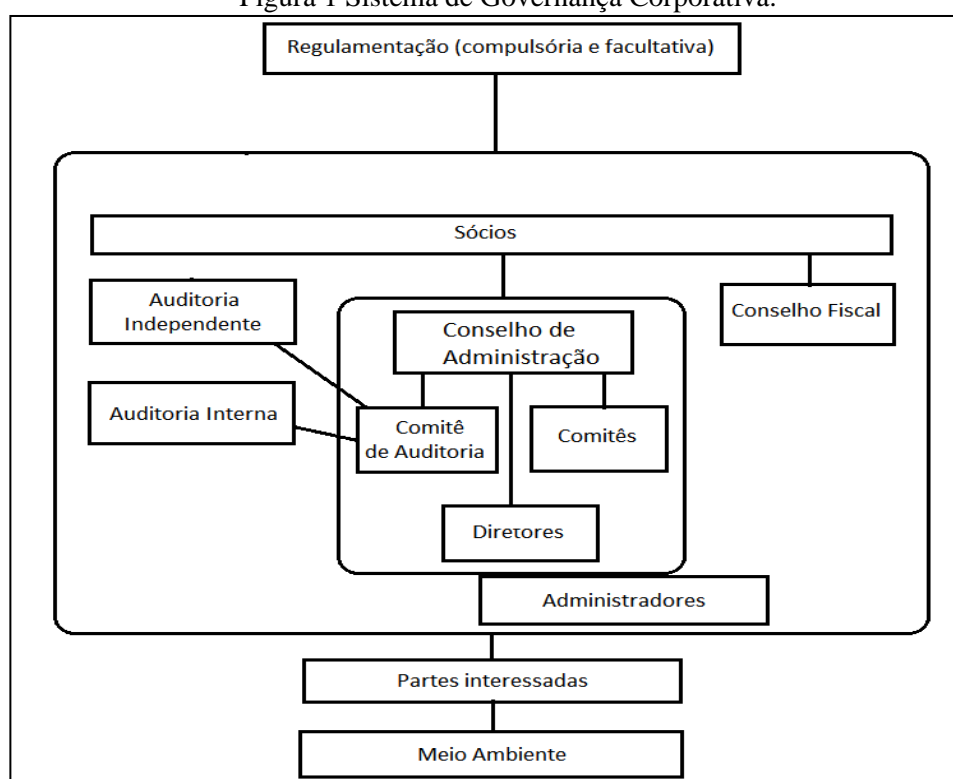
Pela diversidade de partes interessadas, fica evidente que, embora em sentido restrito, a governança responde aos interesses dos acionistas e dos agentes mais diretamente envolvidos com as operações corporativas. Em sentido mais amplo, ela pode abranger um conjunto maior de relações de uma corporação de negócios com todos os agentes direta ou indiretamente alcançados por suas ações (SOUZA, 2009).

Como dito anteriormente, a transparência, equidade de tratamento, responsabilidade corporativa e prestação de contas são práticas que devem ser adotadas por companhias de capital aberto e devem atender aos interesses dos gestores, acionistas controladores e minoritários. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa– IBCG (2015, p. 20-21):

A transparência juntamente com a equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa são os princípios básicos da governança corporativa. São práticas que devem ser adotadas por companhias de capital aberto e devem atender aos interesses dos gestores, acionistas controladores e minoritários. O processo envolve também a atuação do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria, Comitê de remuneração e eventuais outros Comitês, funcionários, clientes, fornecedores, credores, auditorias independentes, etc. Tais interesses podem muitas vezes ser conflitantes em termos de informações, formas de remuneração, direitos e todo o processo decisório da empresa.

O IBGC (2015) demonstra como se relacionam proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle (FIGURA1).

Figura 1 Sistema de Governança Corporativa.



Fonte: IBGC (2015).

O tema governança corporativa possui diversos conceitos que se distinguem pela amplitude e diversidade. Andrade e Rossetti (2004, p.25) agrupam em seis perspectivas os conceitos de governança corporativa:

- a) Direito: sistema de gestão que visa preservar a maximização dos direitos dos acionistas e assegurar a proteção aos minoritários;
- b) Relações: procedimentos de relacionamentos entre acionistas, conselhos e diretoria executiva que objetiva maximizar o desempenho da organização;
- c) Governo: sistema de governo, gestão e controle que disciplina as relações entre as partes interessadas em uma organização;

- d) Poder: sistematização da estrutura de poder que envolve a definição de estratégia, operações, geração de valor e busca de resultados;
- e) Valores: sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas;
- f) Normas: conjunto de normas, derivados de estatutos legais e regulamentos que visam à excelência da gestão e à proteção dos direitos das partes interessadas em seus resultados.

A abrangência do conceito de governança corporativa resulta da diversidade de modelos que existem no mundo. Esses modelos são divididos em dois grupos principais: o anglo-saxão onde o foco é o acionista (*shareholder*), quanto a seus interesses e direitos; e o nipo-germânico onde o foco é ampliado, estendendo-se aos interesses múltiplos (*stakeholder*).

O modelo anglo-saxão preocupa-se primordialmente com a geração de riqueza e obtenção de retorno máximo para os investimentos realizados visando à redução de conflitos de agência na apropriação dos valores gerados e a sua equânime distribuição entre os acionistas. Nesse modelo as participações acionárias são relativamente pulverizadas existindo assim uma separação entre propriedade e gestão, de forma que o principal conflito de agência é entre administradores e acionistas (SILVEIRA, 2009; ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

O modelo nipo-germânico caracteriza-se pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (todos os públicos envolvidos com a companhia) como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas. Nesse modelo predomina a gestão coletiva e a presença de grandes investidores (bancos, outras instituições financeiras, famílias) que possuem uma parcela significativa de ações (SILVEIRA, 2009; ANDRADE e ROSSETI, 2004).

Diante dessa variedade de conceitos, é possível compreender a importância da governança corporativa como meio de agregar confiabilidade e segurança às organizações perante o mercado corporativo, além de

contribuir para a criação de valor para as empresas. De acordo com Ferreira et al. (2013), as empresas e os investidores precisam de um ambiente que os incentive a alocar recursos de maneira mais eficiente. Assim, o desenvolvimento econômico de muitos países também depende do financiamento e crescimento das empresas.

Quanto à importância de que as organizações estejam comprometidas com as normas de governança, Silveira (2015, p. 20) complementa que o mais importante para as empresas é internalizar de forma efetiva seus princípios, em vez de procurar adotar práticas com um mero objetivo de atender às recomendações dos documentos de referência ao tema. O autor também pondera que a adoção dos princípios de governança atrelada à liderança efetiva dos gestores molda a cultura das empresas e, conseqüentemente o seu desempenho, criando um ambiente empresarial sadio e com efeitos positivos para atração de novos investimentos, além de contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

As economias capitalistas mais desenvolvidas têm seu crescimento vinculado a um mercado de capitais organizado e de credibilidade. Desse modo, a existência de um mercado de capitais forte e confiável é imprescindível para a capitalização das empresas, representando uma mola propulsora para o desenvolvimento de um país (FERREIRA et al., 2013).

Entretanto, é importante observar que os conceitos e os possíveis benefícios da adoção de boas práticas de governança não se restringem apenas às companhias abertas. De acordo com o IBGC (2015), os princípios e práticas de governança também podem ser adotados e trazer benefícios para as demais organizações, por meio do alinhamento de interesses em busca de contribuir para o sucesso da organização e para sua longevidade.

2.2.1 Mecanismos de Governança Corporativa

Os mecanismos de governança corporativa têm a finalidade de reduzir a assimetria de informação na relação principal-agente. Tem-se como

exemplo a estrutura de propriedade e controle, a estrutura de capital, a existência de um mercado de aquisições hostis, a política de remuneração, a estrutura do conselho de administração, a transparência por meio de publicação de relatórios das atividades da empresa, entre outros.

Neste trabalho são detalhados os dois mecanismos de governança corporativa que oferecem suporte na revisão teórica desta pesquisa, ou seja: (i) a estrutura de propriedade e controle e (ii) o conselho de administração.

2.2.1.1 Estrutura de Propriedade e Controle

A estrutura de propriedade é definida como a “relação entre a quantidade de recursos alocados por acionistas internos (gestores) e externos (demais investidores)” (JENSEN; MECKLING, 1976; BALASSIANO, 2012).

Em sua revisão teórica sobre La Porta (2000), Silveira (2009) menciona que um dos benefícios esperados pela empresa quando abre seu capital é poder contar com mais alternativas de financiamentos, como o lançamento de suas ações no mercado de capitais, buscando investimentos de novos sócios. Esse benefício, segundo o autor, dependerá fortemente da liquidez dessas ações, ou seja, da possibilidade de os investidores negociarem volumes expressivos destes títulos. Sendo assim, os investidores minoritários podem ser vistos como atores importantes no processo de dar liquidez aos títulos negociados em bolsa de valores (SILVEIRA, 2009).

De acordo com o IBGC (2015), a estrutura de propriedade exerce grande influência sobre as decisões financeiras tomadas pelas firmas. Tanto que um dos grandes problemas de governança corporativa apontados na literatura é a disparidade entre o poder econômico e o poder de voto dos acionistas controladores. Quando ocorrem divergências entre as participações nas decisões (controle) *vis-à-vis* participações nos fluxos de caixa (resultado econômico), as decisões tomadas pela empresa podem não resultar em máxima riqueza para seus acionistas, mas sim em resultados favoráveis tão somente a seus controladores (COLOMBO; TERRA, 2012).

Campos (2006) afirma que a estrutura de propriedade das organizações atuais é determinada pela concentração de propriedade e pela identidade do acionista majoritário. A concentração refere-se à quantidade de ações que se encontra nas mãos desse acionista majoritário. Esse por sua vez, pode ser uma família, o governo, um banco ou outra instituição, o que configura sua identidade.

Conforme comentado anteriormente, existem vários modelos de governança no mundo, e no caso do Brasil, onde predomina a estrutura de propriedade concentrada, o conflito ocorre entre acionistas minoritários e controladores que exercem o controle da organização, e não entre acionistas e gestores, que ocorre em países em que a estrutura de propriedade é pulverizada. Nesse sentido, Silveira (2015) afirma que no caso brasileiro, a elevada concentração acionária e a sobreposição de grandes acionistas com a gestão fazem com que o principal conflito de governança tenda a ocorrer entre os acionistas controladores e os demais acionistas. Entretanto, Balassiano (2012) pondera que no Brasil, o conflito de agência é menor que em outros países. Isso porque as empresas brasileiras apresentam, em sua maioria, um controlador (ou bloco controlador) que detém a maior parte das ações ON (ordinárias), que dão direito a voto, conquistando assim o controle da empresa.

A pulverização acionária, de acordo com Claessens et al. (2000) é uma característica exclusiva do mercado anglo-saxão, onde há divergência de interesses entre proprietários e gestores. Contudo, a estrutura de propriedade concentrada é predominante na maioria dos países. Nesse caso, o foco do problema de agência passa a ser entre acionistas majoritários e minoritários (GALDI; MENEZES, 2010). As pesquisas que seguem esta segunda vertente discutem os benefícios e os custos da concentração elevada, os chamados efeito alinhamento e entrincheiramento.

Para Claessens et al.(2002), existem vantagens e desvantagens nesse fenômeno. Segundo os autores, os benefícios estão no interesse dos grandes acionistas, por terem muitos recursos investidos na empresa, em monitorar

os gestores. Quanto maior a concentração acionária, maior o incentivo em monitorar os agentes para que estes tomem decisões em prol da maximização do valor da empresa. Esse efeito é chamado alinhamento ou incentivo.

Por outro lado, os autores alegam que quando a concentração é elevada, pode ocorrer maior expropriação dos acionistas minoritários e, portanto, um menor valor e desempenho das empresas, conhecido como efeito entrincheiramento. A grande concentração de direitos de voto nas mãos do acionista controlador está associada à expropriação dos acionistas minoritários, já que os grandes acionistas podem se beneficiar deste controle, o qual não é compartilhado com os demais acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Sendo assim, a estrutura de propriedade é considerada como um importante mecanismo de governança, pois, pode ser vista como uma das causas dos conflitos de agência.

Até 2001, a legislação brasileira permitia que as empresas emitissem até 2/3 do capital total sob a forma de ações sem direito a voto. No limite, uma empresa poderia exercer controle majoritário com apenas 16,6% do capital total, o que ensejava práticas de gestão desalinhadas em termos de risco e retorno do capital da empresa. (COLOMBO; TERRA, 2012). Entretanto, com a entrada em vigor da Lei nº. 10.303/2001, a proporção de ações ordinárias e preferenciais passou de dois terços para 50%, porém somente para as companhias que abrissem seu capital a partir da referida data.

O código de governança corporativa da CVM destaca ainda que a companhia deve tornar plenamente acessível a todos os acionistas quaisquer acordos que venham a ocorrer, bem como aqueles em que a companhia seja interveniente. O objetivo, de acordo com Andrade (2008), é enfatizar que o conhecimento do acordo de acionistas, assim como do estatuto social, é fundamental para que o acionista faça uma perfeita avaliação dos seus direitos e do funcionamento da sociedade.

Contudo, mesmo com a implementação de práticas de governança que visam à mitigação do choque de interesses entre acionistas controladores e

acionistas minoritários, os efeitos incentivo e entrincheiramento da estrutura de propriedade e controle ainda podem existir, principalmente em um ambiente de elevada concentração acionária. (CAIXE; KRAUTER, 2013).

2.2.1.2 Conselho de Administração

No sistema de governança corporativa, o conselho de administração é considerado de extrema importância no que concerne ao alinhamento dos interesses de gestores e acionistas de uma organização. De acordo com Andrade et al. (2009), o conselho de administração é visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários. Dentre as atividades, estão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos, diminuindo assim os eventuais conflitos de agência.

Para Marra, Mazzola e Prencipe (2011), o conselho de administração é um mecanismo de controle interno crucial na organização. Os acionistas delegam responsabilidade ao conselho para que estes tomem decisões em seu nome, incluindo a tarefa de monitorar as ações dos gestores. González e Meca (2013) complementam que além das funções supracitadas, o conselho de administração tem o papel de aprovar grandes projetos estratégicos.

A composição do conselho também é um fator importante para garantir este propósito. É possível encontrar na literatura alguns estudos que buscam relacionar o tamanho do conselho de administração com a qualidade das informações reportadas, com o valor de mercado, e com o desempenho das firmas.

No Brasil, o art. 140 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, surgiu para atender às necessidades do mercado acionário, e no ano seguinte foi estendida às demais sociedades por meio do Decreto-Lei nº 1598/1977. Ao longo de trinta anos, esta lei sofreu alterações em seus artigos que tratam de assuntos jurídicos, por meio das Leis nº. 9.457/1997 e nº. 10.303/2001; e

sofreu uma grande alteração nos artigos que tratam de assuntos contábeis por meio da Lei nº. 11.638/2007.

Essas alterações evidenciam que os conselhos devem ter origem na previsão legal e conter no mínimo cinco membros. Segundo o IBGC (2015, p. 43-44):

O conselho de administração deve ser composto por um número ímpar de membros, entre cinco e onze. Esse número pode variar conforme o setor de atividade, o estágio do ciclo de vida da organização e a necessidade de criação de comitês. O prazo de mandato deve ser curto, de preferência até dois anos (com possibilidade de reeleição). Caso a empresa tenha controle compartilhado, o total de membros pode ultrapassar o número máximo especificado.

De acordo com o código de governança corporativa divulgado pela CVM, a recomendação é que os membros do conselho devem ser tecnicamente qualificados, e dois deles pelo menos, com experiência em finanças e ter capacidade de acompanhar detalhadamente as práticas contábeis adotadas pela companhia. Adicionalmente, o conselho deve ter o maior número possível de membros externos à administração da companhia, sugerindo que estes são monitores mais eficazes. Complementando as características deste mecanismo, a CVM recomenda que os cargos de presidente do conselho e presidente da empresa sejam ocupados por pessoas distintas e, caso sejam ocupados pela mesma pessoa, é necessário compensar essa dualidade mantendo no conselho outro membro que tenha grande prestígio perante a comunidade empresarial.

O conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, ao grupo acionário, ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, consciente que, uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os sócios (ANDRADE, 2008). Se um conselheiro identificar pressões indevidas ou se sentir constrangido e não for possível manter sua autonomia, ele deve renunciar ao cargo (IBGC, 2015).

Quanto à remuneração, o IBGC (2015) define que os conselheiros devem ser adequadamente remunerados, considerando as condições de mercado, as qualificações, o valor gerado à organização, e os riscos da atividade. O conselheiro independente e o executivo principal (CEO) devem receber na mesma base o valor da hora de trabalho, incluindo bônus e benefícios proporcionais ao tempo dedicado à função. Todavia, é necessário ressaltar que alguns autores sugerem que essa remuneração seja proporcional ao desempenho da firma, por meio da estimação do Valor Econômico Agregado (EVA), que mostra se o retorno sobre o investimento é superior ao custo do capital investido.

O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015) também recomenda que os acordos entre os sócios não devem, de forma alguma, vincular ou restringir o exercício de direito a voto de quaisquer membros do conselho de administração, os quais devem manter o seu compromisso com a sociedade, independentemente dos interesses pessoais daqueles que os elegeram.

Ante ao exposto, pode-se compreender a importância do papel do conselho de administração, o qual pode ser considerado um dos principais mecanismos de governança corporativa, especialmente com relação à participação de membros externos.

2.2.2 Qualidade da Informação Contábil

A informação pode ser vista como um instrumento para lidar com problemas relacionados à administração de empreendimentos, pois, em cenários competitivos, em que os gestores se deparam a todo o momento com a necessidade de tomar decisões, aqueles que souberem aplicá-la de forma eficaz podem alcançar posição de destaque diante dos concorrentes (MOREIRA et al., 2013).

Segundo Padoveze et al. (2004, p. 81):

Para que as decisões sejam tomadas, é necessário que aqueles que estão à frente das organizações, tenham à

disposição informações de qualidade, em quantidade suficiente e no momento adequado. É justamente nesse aspecto que a contabilidade surge como a grande fonte de informações e é um instrumento importante a ser utilizado pelos gestores. São informações de natureza econômica e financeira, sobre custo dos produtos e sobre as políticas adotadas pela concorrência, entre outras. A contabilidade é, pois, o principal sistema de informações destinado a prover os diversos interessados com informações úteis e necessárias para a tomada de decisão.

Uma informação contábil de qualidade deve refletir a verdadeira situação da entidade, para que o usuário possa se basear para tomar decisões (PAULO; MARTINS, 2007). No entanto, ocorre que uma questão adicional deve ser considerada na avaliação das empresas, qual seja: a assimetria de informações. Isso porque nem todos possuem a mesma disponibilidade de informações. Sendo assim, ao mesmo tempo em que informações financeiras e decisões operacionais podem ser utilizadas no interior das companhias pelos gestores para atingir objetivos específicos, no caso do gerenciamento de resultados, elas deixam de alimentar processos decisórios que ocorrem externamente, envolvendo grupos que têm interesses na corporação, mas que usualmente não participam de seu processo decisório interno (RODRIGUES, 2013).

Dessa forma, quando os relatórios contábeis são manipulados, quando há falta de transparência nas evidenciações contábeis e um número excessivo de itens não recorrentes, a qualidade da informação diminui (PAULO; MARTINS, 2007), e os mecanismos de governança devem contribuir para o aumento da qualidade e da utilidade da informação contábil. Para Gabriel e Silveira (2011), essa relação ocorre por meio da interação de agentes internos (executivos, conselheiros, auditores, entre outros) e externos à firma (legisladores, reguladores, acionistas, entre outros), e agentes econômicos. Contudo, os autores admitem a ausência de evidências empíricas robustas e a falta de métricas consensuais para

representar os constructos de governança corporativa e qualidade da informação contábil, resultando em estudos inconclusivos.

Não existe por parte das entidades regulatórias internacionais de contabilidade um consenso sobre a definição exata do termo qualidade da informação contábil. Uma vez que, no atual processo de transição para as normas internacionais de contabilidade publicadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) não existe definição precisa para o conceito de qualidade. O IASB somente utiliza o termo “*true and fair view*” para descrever no contexto geral a qualidade das demonstrações contábeis. Embora o próprio termo também não apresente uma definição objetiva do seu significado (GABRIEL; SILVEIRA, 2011).

Klann, Beuren e Hein (2009) argumentam que as diferenças verificadas nas normas contábeis dos países é com certeza um dos grandes empecilhos para o alcance da qualidade de informações contábeis, proporcionando maior assimetria informacional. Especialmente, para as empresas que negociam em diferentes mercados financeiros e divulgam as suas informações para diversos usuários, localizados em ambientes com estrutura institucional e organizacional distintos.

Entretanto, de acordo com Silva (2014), o processo de convergências das normas contábeis locais de diversos países para os padrões normativos ditados pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) com a colaboração atual do *Financial Accounting Standards Board U.S.* (FASB) é retratado em alguns estudos como a solução para a redução da assimetria informacional nos mercados financeiros.

Para facilitar este processo, foi criado o *International Accounting Standard Committee* (IASC), em 1973 (atual *International Accounting Standard Board*– IASB), com a finalidade de buscar padrões contábeis de alta qualidade e que possam servir de referência para a elaboração de padrões locais, inicialmente como IAS – *International Accounting Standards* – e atualmente conhecidos como *International Financial Reporting Standard* (IFRS).

Existem na literatura diversas métricas para se medir a qualidade da informação contábil e dentre elas, tem-se o conservadorismo, a persistência, a transparência, a relevância, nível de *disclosure*, relação dos números contábeis com o preço das ações, a tempestividade e o gerenciamento de resultados, que é o foco neste trabalho. Esta dimensão segundo Silva (2014) é utilizada como elemento que visa mensurar a qualidade da informação contábil a partir do lucro contábil. O lucro contábil é composto pelo fluxo de caixa e pelos *accruals* (acumulações). Os fluxos de caixa são utilizados para verificar se a capacidade de geração de fluxo de caixa futuros das empresas influencia ou não o aumento de preços das ações.

Por outro lado, os *accruals* são atributos utilizados para investigação da predição de resultados futuros. De acordo com a literatura, os *accruals* comportam o conteúdo informativo da contabilidade e são utilizados para analisar a qualidade da informação contábil das companhias, pelo fato de influenciar o aumento ou a redução da assimetria de informação.

2.3 Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados (GR), também denominado como “*earnings management*” ou “*creative accounting*” tem sido bastante discutido na área de contabilidade e finanças. A importância dada ao tema, entre outras razões, cresceu após os escândalos contábeis envolvendo empresas norte-americanas, principalmente no caso Enron, a Worldcom e a Imclone Systems que chamaram a atenção das autoridades reguladoras e da imprensa especializada.

Segundo Silva (2014), o interesse crescente dos pesquisadores pela linha de pesquisa sobre GR pode ser explicado devido não somente aos escândalos verificados nos mercados de capitais, como também à incessante preocupação dos acionistas (principal) sobre a qualidade de informação contábil divulgada pelos gestores (agentes), baseados em diferentes princípios e normas existentes dependendo do país em que se encontram.

Contudo, não se pode afirmar que esses estudos são conclusivos. Também não há consenso sobre seus conceitos. O Quadro 1 demonstra as percepções de alguns autores sobre o assunto.

Quadro 1: Definições de gerenciamento de resultados.

Autores	Definição
Schipper (1989, p. 91)	“É o processo de decisões deliberadas dentro dos limites impostos pelas normas contábeis para apresentar o nível desejado dos resultados informados”.
Healy e Wahlen (1999, p. 6)	“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”.
“Martinez (2001, p. 12)	“O gerenciamento dos resultados contábeis caracteriza-se fundamentalmente como alteração proposital dos resultados contábeis, visando alcançar motivação particular”.
Leuz, Nanda e Wysocky (2003, p. 506)	“Alterações no desempenho econômico da firma reportado pelos <i>insiders</i> para enganar alguns <i>stakeholders</i> ou para influenciar resultados contratuais”.
Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2007, p. 12-13)	“O julgamento arbitrário no processo de reportar as demonstrações financeiras, com o objetivo de influenciar ou manipular os números apresentados, ainda que dentro dos limites prescritos pela legislação contábil e fiscal”.

Fonte: Elaborado pela autora (2016).

Diante dessas definições, é possível afirmar que o gerenciamento de resultados é um conjunto de práticas que os gestores normalmente adotam para obter resultados contábeis satisfatórios, tanto pela geração de valor com a manipulação adequada, quanto pela criação de artifícios contábeis, conhecidos como *good e bad earnings management*.

Entretanto, não se pode considerar que o gerenciamento de resultados se trata de fraude contábil, pois a atuação ocorre onde a legislação permite certa discricionariedade ao gestor, que diante de várias normas e práticas contábeis, pode seguir a legislação geralmente aceita pelos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos (GAAP- *Generally*

Accepted Accounting Principles) e ainda assim disponibilizar as informações da maneira que achar conveniente. Martinez (2001) afirma que apesar do caráter legal, espera-se do auditor um constrangimento à prática do gerenciamento de resultados, visto que este pode ser utilizado pelo gestor em benefício próprio, como nas bonificações atreladas ao lucro do exercício, que motivam o gestor a maximizá-lo naquele período. Segundo Dechow e Skinner (2000, p.5):

É importante efetuar a distinção entre o gerenciamento de resultados contábeis e a contabilidade fraudulenta. Já que, o gerenciamento de resultados contábeis é decorrente das brechas encontradas no conjunto de princípios e normas contábeis existentes. Por outro lado, a contabilidade fraudulenta é decorrente da manipulação que viola tais princípios e normas, o que configura como uma prática ilegal.

A fraude contábil envolve a violação de princípios, normas e práticas que de acordo com a legislação de cada país pode ser considerada crime. Logo, é possível entender que existem diferenças entre os conceitos de fraude e gerenciamento de resultados. Rodrigues (2013) pondera que apesar do entendimento contraditório entre diversos autores, deve-se considerar que, por outro lado, é possível afirmar que o gerenciamento de resultado pode ser operacionalizado por meio de uma fraude contábil. Isto é, nem todo gerenciamento de resultados é uma fraude, mas toda fraude é um gerenciamento de resultados.

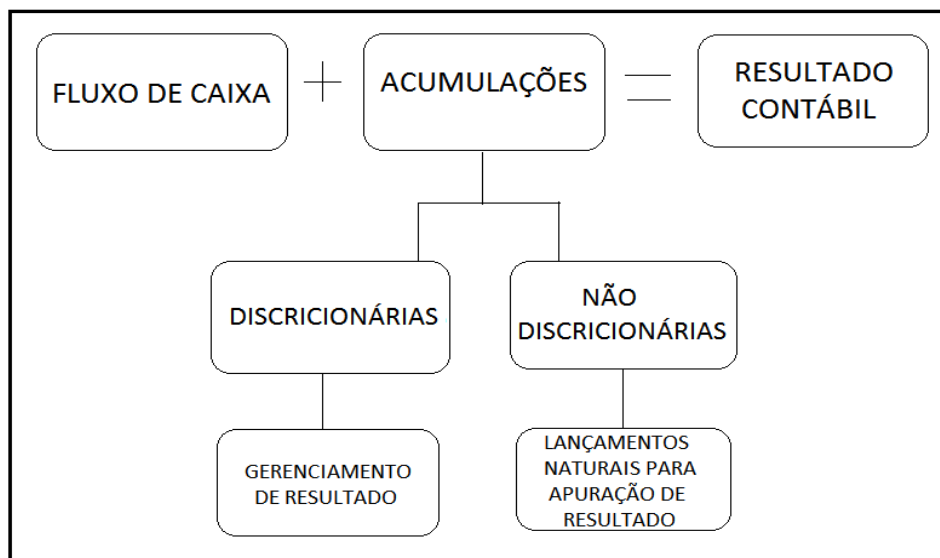
Soon (2011) considera que a maioria dos gerenciamentos de resultados acontece quando as empresas precisam apresentar resultados em um determinado nível ou quando utilizam certas brechas nas normas de relatórios financeiros. Na prática, a gestão da empresa altera os números para alcançar objetivos desejados ou satisfazer as projeções de analistas financeiros. Dito de outra forma, os gestores gerenciam para influenciar ou manipular lucros reportados utilizando métodos contábeis específicos ou mesmo mudando os métodos existentes.

A manipulação da informação contábil pode ser classificada em: (i) gerenciamento de resultados por meio das escolhas contábeis (*accruals*); (ii) gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais; e (iii) manipulação classificatória das demonstrações contábeis (PAULO; MARTINS, 2007).

Martinez (2001) afirma que é possível estabelecer uma hierarquia entre as escolhas contábeis fraudulentas, daquelas não fraudulentas que correspondem a diferentes modalidades de posturas contábeis. Assim, a possibilidade de selecionar como os ativos serão mensurados e a obediência ao princípio da competência, cujo objetivo é mensurar o resultado no sentido econômico independente da realização financeira, as transações ou eventos, geram-se acumulações que são tratadas na literatura internacional como *accruals*.

O termo “*accruals*” é definido como a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional e divide-se em discricionários e não discricionários. Os *accruals* discricionários, segundo Almeida e Bezerra (2012) são aqueles realizados para atender às necessidades dos gestores distorcendo a informação contábil, ou seja, é resultado da tomada de decisão por motivos alheios a realidade do negócio. Já os *accruals* não discricionários são aqueles realizados sem a intervenção dos gestores, com o objetivo de atender padrões contábeis. Estes conceitos são ilustrados na Figura 2:

Figura 2: Conceitos de acumulações.



Fonte: Adaptado de Martinez (2001 p. 19).

Com relação aos conceitos de gerenciamento de resultados/lucros (que são manipulações aceitáveis) e fraude contábil (que afeta o fluxo de caixa), o Quadro 2 demonstra quais são as diferenças. Tal classificação é resultante de estudos empíricos realizados sobre o tema.

Quadro 2: Diferenças entre gerenciamento de resultados e fraude.

	Gerenciamento de resultados/lucros	Fraude Contábil
Definição	Escolha de procedimentos contábeis dentro da flexibilidade permitida pelas normas que tem como objetivo mostrar uma imagem diferente da entidade.	Tentativa deliberada de omitir ou evidenciar indevidamente a informação contábil, bem como os fatos materiais referentes à situação econômico-financeira, levando os usuários a uma interpretação errônea das demonstrações contábeis.

“continua”

Quadro 2 “conclusão”

	Gerenciamento de resultados/lucros	Fraude Contábil
Legalidade	Legal	Ilegal
Princípios Contábeis	Observa	Viola
Exemplos de Práticas	<p>Contabilidade conservadora:</p> <p>Visa reduzir o lucro por meio dos <i>accruals</i> Ex: superestimação das provisões, aceleração de despesas de depreciação (exaustão ou amortização), etc.</p>	<p>Contabilização de vendas fictícias</p> <p>Ex: clientes fantasmas, notas preparadas, mas não enviadas, alteração de notas fiscais.</p>
	<p>Contabilidade agressiva:</p> <p>Visa aumentar o lucro por meio dos <i>accruals</i> Ex: postergar gastos com pesquisa e desenvolvimento, concessão de descontos no final do período para aumentar vendas.</p>	<p>Manipulação do princípio da Confrontação</p> <p>Ex.: reconhecer vendas prematuramente, não reconhecer as despesas no momento da venda.</p> <p>Capitalização de despesas do período Ex: ativar custos de manutenção de equipamentos, ativar despesas mensais, etc.</p>
	<p>Smoothing:</p> <p>Visa estabilizar o lucro por meio dos <i>accruals</i>. Ex: em alguns meses utiliza-se a contabilidade agressiva e outros a contabilidade conservadora.</p>	<p>Não contabilização de passivos exigíveis</p> <p>Ex: empréstimos, fornecedores, passivos ambientais, contingentes e fiscais etc. Evidenciação imprópria (insuficiente) Ex: não divulgação de eventos relevantes que afetarão resultados subsequentes, transações com partes relacionadas, mudanças de critério contábil, etc.</p>

Fonte: Adaptado de Dechow; Skinner (2000), Martinez (2001), Rodrigues (2013).

Na manipulação de resultados que interfere no fluxo de caixa das empresas, os recursos financeiros podem ser aplicados em projetos não

confiáveis ou até mesmo de longo prazo que podem tornar onerosos os recursos das firmas, o que pode causar a desconfiança por parte dos acionistas.

As manipulações fraudulentas alteram as estimativas e políticas contábeis, interferindo nos *accruals* discricionários e afetam os resultados das firmas por vários períodos. Quando essas interferências são frequentes, podem gerar questionamentos por parte dos órgãos reguladores e do mercado.

Nesse sentido, Silva (2014) pondera que embora existam diferentes opiniões da influência do sistema contábil sobre o GR, existem outros fatores (interesses de executivos, sistema legal, ambiente econômico e político, entre outros) que também exercem efeito sobre os níveis de GR. Os interesses oportunistas de executivos (administradores e contadores) que elaboram e fornecem a informação contábil têm grande peso no nível de gerenciamento ocorrido, independentemente do sistema contábil.

Cabe ressaltar ainda que a manipulação de resultados por meio de atitudes oportunistas pode prejudicar os usuários da informação contábil no que tange à tomada de decisão dos investidores, às previsões financeiras que serão feitas aos clientes e às instituições financeiras que utilizam essas informações para análise de risco na concessão de crédito e financiamento.

Sendo assim, o gerenciamento de resultados contábeis é tratado neste estudo como uma intervenção do gestor na informação financeira divulgada, configurando a discricionariedade de certas normas contábeis. Portanto, não engloba as fraudes.

2.3.1 Motivações para o Gerenciamento de Resultado

Investidores e analistas utilizam amplamente as informações contábeis na avaliação do perfil econômico e financeiro das companhias. Este fato pode criar um incentivo para que os gestores manipulem esses resultados. Entre esses incentivos, destacam-se a remuneração por resultado, os *covenants* do passivo (que são cláusulas contratuais de títulos de dívida

que protegem o interesse do credor, estabelecendo condições que não devem ser descumpridas) e os custos políticos das empresas (WATTS; ZIMMERMAN, 1983).

Healy e Wahlen (1999) consideram a existência de inúmeros incentivos para a prática de gerenciamento de resultados, e dentre todas as motivações os autores destacam apenas três:

- a) Motivações vinculadas ao mercado de capitais: a utilização da informação contábil pelos *stockholders* (investidores) e *stakeholders* (analistas financeiros, fornecedores, clientes, instituições financeiras e governo) para avaliação da situação econômica e financeira da empresa, a partir da valorização de suas ações, é uma das razões que motivam os gestores a manipularem os lucros para influenciar o desempenho da companhia em curto prazo, aproveitando-se do acesso informacional que possuem em relação aos demais usuários da informação contábil (HEALY; WAHLEN, 1999). Além de alterar a percepção de risco sobre a empresa, como por exemplo, reportar ao investidor um lucro que não é real, essas motivações reduzem as expectativas de lucros futuros (redução de *benchmarks*), características do conflito de agência;
- b) Motivações contratuais: parte do pressuposto de que as informações contábeis são utilizadas para monitorar e regular os dispositivos contratuais entre as empresas e os seus *stakeholders*. Contratos de remuneração de administradores atrelados à informação contábil são utilizados para alinhar os incentivos destes com os *stakeholders*. Contratos de empréstimos com cláusulas restritivas atreladas à informação contábil são escritos para limitar as ações dos administradores que beneficiam os *stakeholders* da empresa em prejuízo dos credores (HEALY; WAHLEN, 1999).

Klann (2011) considera que desta maneira, os gestores são de certo modo incentivados com prêmios e bonificações que podem vir a receber,

caso apresentem um desempenho favorável aos interesses dos acionistas. Logo, a informação contábil é determinante e vista como um instrumento de monitoramento e regulação dos contratos. É possível então afirmar que os executivos/gestores que são gratificados pelo desempenho apresentado com uma bonificação ou remuneração variável farão uso de métodos contábeis para aumentar os resultados do período.

Segundo Silva (2014), uma forma de exemplificar a motivação contratual seria um contrato que confere restrições de crédito ou até mesmo juros a uma empresa, caso esta não mantenha um determinado nível de liquidez. Com isso, os gestores podem assumir um comportamento oportunista, gerando assimetria informacional assim como as motivações decorrentes do mercado de capitais. Por fim, prossegue-se com a terceira motivação:

- c) Motivações regulamentares: estão vinculadas a regulamentações e custos políticos, tais como redução de lucros de monopolistas ou para fugir da tributação e das regras antitruste (HEALY e WAHLEN, 1999). Os autores argumentam que as companhias pertencentes a setores com maior nível de monitoramento regulatório, especialmente ligado à qualidade da informação contábil, possuem incentivos para que os gestores gerenciem as informações divulgadas de interesse do órgão regulador.

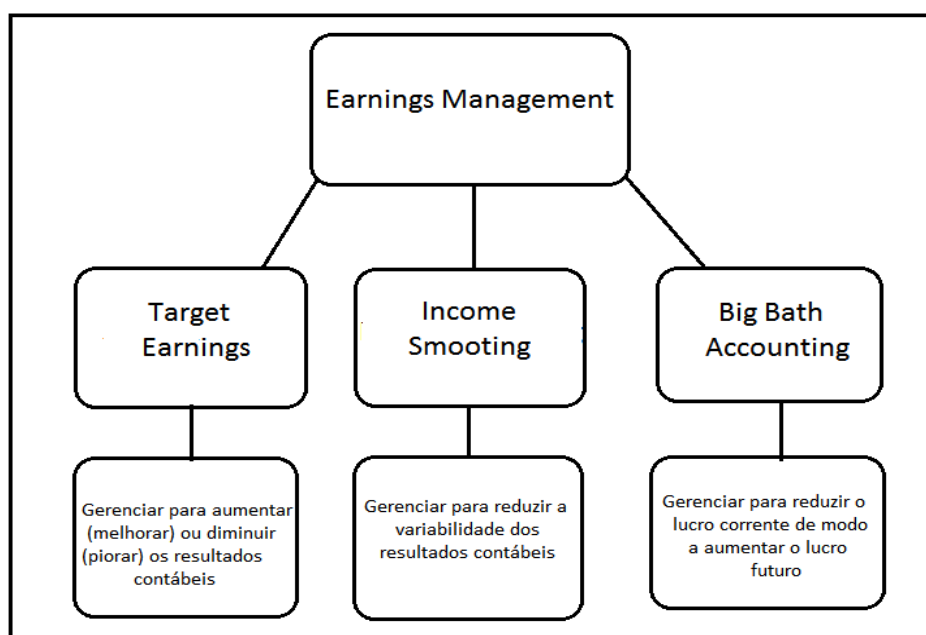
O gerenciamento de resultados, segundo Martinez (2001), é uma tentação inegável para os executivos de companhias abertas e inúmeras são as causas que contribuem para esse comportamento questionável. O autor afirma que entre elas podem ser destacadas: (i) o desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados; (ii) a pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de atrair novos investidores e acionistas; e (iii) a ambição de obter bônus significativos

(compensação), ainda que isso implique sacrifício futuro da organização (MARTINEZ, 2001).

2.3.2 Modalidades de Gerenciamento de Resultado

Martinez (2001) destaca as seguintes modalidades para a prática de GR. Cada uma delas, conforme a Figura 3 visa a um determinado objetivo, que varia de acordo com o interesse executivo para empresa ou da empresa para o executivo.

Figura 3: Modalidades de gerenciamento de resultados.



Fonte: Adaptado de Martinez (2001, p. 43).

Quanto aos objetivos de cada modalidade, são descritos da seguinte maneira:

a) *Target Earnings* (resultado alvo): se a empresa tem informações prévias de que os resultados serão superiores a um determinado montante esperado, os gestores têm incentivos para reduzir os resultados. Essa

diminuição poderá ser utilizada posteriormente para aumentar o resultado quando o mesmo estiver abaixo do esperado;

b) *Income Smoothing* (suavização de lucros): busca a redução da variação dos resultados em determinados períodos, servindo de política contábil de estabilização de resultados em níveis aceitáveis por exigência interna ou externa. Modalidade mais encontrada em pesquisas empíricas;

c) *Big Bath Accounting* (contabilidade conservadora): aumento dos resultados futuros pela antecipação de despesas que não precisariam ser reconhecidas no exercício corrente. Considera-se essa modalidade a que mais interessa aos executivos, administradores e contadores.

2.3.3 Modelos de Estimação de Gerenciamento de Resultados

A literatura sobre o tema estabelece três procedimentos metodológicos fundamentais para mensuração de GR, quais sejam: (i) distribuição de frequências; (ii) acumulações específicas e (iii) acumulações agregadas (totais).

De acordo com Rodrigues (2010), a análise de distribuição de frequências (histograma) é referenciada na literatura específica sobre o tema para verificar a existência de evidências de gerenciamento de resultados. No caso de frequência de observações significativamente superiores, no intervalo imediatamente acima do ponto de referência, comparadas ao intervalo imediatamente abaixo, dará indícios de gerenciamento dos resultados.

Esse procedimento é considerado bastante simples, pois, para sua aplicação não é necessário o cálculo das acumulações discricionárias. Todavia, não é possível identificar outras variáveis e técnicas utilizadas para o gerenciamento de resultados. Uma das principais vantagens dessa metodologia, de acordo com Cardoso (2005), é a de focar o GR a determinado incentivo e de se concentrar em organizações de determinado ramo ou com características comuns. Todavia, o autor pondera que nesta

análise, tem-se a desvantagem de não considerar outras variáveis, como por exemplo, o efeito da variação do Produto Interno Bruto (PIB) na rentabilidade das empresas.

A abordagem metodológica com base nas acumulações específicas, segundo Martinez (2001), busca modelar o comportamento de acumulações específicas ou indústrias particulares, objetivando identificar o gerenciamento de resultados por meio desses itens. Para tanto, é necessário um grande número de observações. Silva (2014) afirma que esse método tem como desvantagem tomar como base premissas que não são necessariamente verdadeiras e não apresenta conclusão sobre as práticas de gerenciamento de resultados, por não se concentrar em incentivos específicos.

As acumulações agregadas (totais) são calculadas a partir da diferença entre o lucro líquido e fluxo de caixa total das operações ou por meio do somatório das acumulações correntes e não correntes. O objetivo desta abordagem metodológica é estimar a partir das acumulações totais o nível e a variação discricionária, que é a parte gerenciável e pode ser apurada por meio das contas do Balanço Patrimonial ou diretamente da Demonstração do Resultado do Exercício e dos Fluxos de Caixa.

Os modelos desenvolvidos geram sempre os *accruals* totais das empresas (REZENDE; NAKAO, 2012). A estimação dos *accruals* totais, com base nas contas do Balanço Patrimonial, pressupõe que as mudanças nas contas do capital circulante estão articuladas com os componentes dos *accruals* de receitas e despesas na Demonstração do Resultado do Exercício (SILVA, 2014). Assim, tem-se a seguinte equação:

$$TA_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - \Delta Depr_t}{A_{t-1}} \quad (1)$$

Em que:

TA_t = *accruals* agregados (totais) da empresa no período t (*Total Accruals*);

ΔAC_t = variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$\Delta Disp_t$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

ΔPC_t = variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

ΔDiv_t = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$\Delta Depr_t$ = montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período t;

A_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período t-1.

É importante destacar que o registro de acumulações não é totalmente incorreto. A análise do resultado econômico, identificando o aumento ou diminuição efetiva da riqueza, independente da movimentação financeira torna esses registros necessários. As informações contábeis ficam comprometidas quando as acumulações são utilizadas pelos gestores para atender interesses próprios, ou seja, quando são utilizadas de forma discricionária.

A estimação de *accruals* discricionários pode ser feita por meio de vários modelos, dos mais simples aos mais complexos. Ressalta-se que o objetivo chave na aplicação desses modelos é separar no resultado contábil o componente não discricionário (que resulta das operações naturais do negócio) do componente discricionário (escolhas contábeis dos gestores). A seguir, são descritos os modelos clássicos de estimação de *accruals*.

2.3.3.1 Modelo de Healy (1985)

Este modelo é considerado uma das primeiras contribuições para estimar o componente discricionário. Utiliza como *proxy* as acumulações

totais para estimação de GR. O modelo é representado pela seguinte equação:

$$\frac{AND_t = \sum_t ACT_t}{T} \quad (2)$$

$$AD_t = ACT_t - AND_t \quad (3)$$

Em que:

ACND = *accruals* não discricionários;

ACT = *accruals* totais;

t = 1, 2, ...T. Diz respeito a observações do período de estimação;

No entanto, segundo Paulo (2007), a metodologia utilizada pelos *accruals* agregados (totais) não pode ser considerada *proxy* ideal para a estimação dos *accruals* discricionários, uma vez que: (i) não controla adequadamente as mudanças dos *accruals* discricionários oriundas das condições econômicas; (ii) baseia-se em médias de *accruals* discricionários, o modelo não considera mudanças normais nas atividades operacionais decorrentes da sua atuação empresarial, como crescimento das vendas; (iii) a variação dos preços em seus produtos e insumos ao longo do tempo pode prejudicar as inferências, exemplo disso, é que em períodos de inflação relevantes, o modelo gera *accruals* anormais, independentemente, das escolhas contábeis; assume que os *accruals* não discricionários são constantes no tempo, tendo média zero no período estimado; e não controla o tamanho da empresa (PAULO, 2007, p.106).

2.3.3.2 Modelo DeAngelo (1986)

Proposto a partir do modelo de Healy (1985), o modelo DeAngelo (1986) propõe a adoção de um *benchmark*, que se refere a um período em

que não há GR, ou seja, igual a zero. Este *benchmark* deve ser comparado com os *accruals* totais, e o modelo é descrito pela seguinte equação:

$$ACND_t = \frac{ACT_{t-1}}{A_{t-1}} \quad (4)$$

Em que:

ACND = *accruals* não discricionários;

ACT = *accruals* totais.

A= Ativo total da empresa no período t-1.

A estimação dos *accruals* não discricionários no modelo de DeAngelo, é realizada a partir das primeiras diferenças nos *accruals* totais, assumindo que estas têm um valor esperado de zero sob a hipótese nula de não ocorrência de GR. Assim, os *accruals* não discricionários no período t são mensurados pelos *accruals* totais do período t-1 divididos pelos ativos totais do período t-1 (PAULO, 2007).

Se os ACND forem constantes ao longo do tempo e os ACD tiverem um valor esperado de zero no período de estimação, então estes dois modelos medirão os ACND sem erro. Se os ACND variarem de período para período, estes modelos estimarão os ACND com erro, uma vez que estes dois modelos assumem o pressuposto de que os ACND são constantes ao longo do tempo, isto é, não variam em função das circunstâncias econômicas da empresa (VIANA, 2013).

2.3.3.3 Modelo de Dechow e Sloan ou Modelo Industrial (1991)

De acordo com Viana (2013), tal como no modelo de Jones (1991), neste modelo rompe-se com o pressuposto de que os ACND são constantes ao longo do tempo, sendo assumido no modelo da indústria que a variação nas determinantes dos ACND é comum a todas as empresas na mesma indústria. Neste modelo assume-se que os *accruals* de cada empresa são sensíveis aos *accruals* da indústria em que se insere. Este modelo utiliza

como *proxy* os *accruals* discricionários, sendo representado pela equação a seguir:

$$ACND_t = \gamma_1 + \gamma_2 \text{mediana}_1(ACT_t) \quad (5)$$

Em que:

$\text{mediana}_1(ACT_t)$ = Mediana dos *accruals* totais deflacionados pelo ativo total de t-1, de todas as empresas da mesma indústria não incluídas na amostra.

Os principais problemas relacionados ao modelo são os seguintes: não controla as mudanças nos *accruals* discricionários decorrentes das condições econômicas; não considera as diferenças de estratégia e a estrutura de operações entre as empresas; a variação de preços dos produtos e insumos pode prejudicar os resultados do modelo; a reversão natural dos *accruals* de períodos anteriores não é controlada pelo modelo (PAULO, 2007).

Paulo (2007) complementa que apesar deste modelo apresentar uma tentativa de regressão dos *accruals* não discricionários e demonstrar certo grau de aperfeiçoamento em relação aos modelos anteriores, ainda não controla uma série de fatores que são importantes na estimativa dos *accruals*.

2.3.3.4 Modelo de Jones (1991)

Propõe uma forma de estimação dos *accruals* que permite a separação efetiva dos componentes discricionários e não discricionários. Ao contrário dos modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1986), este modelo não pressupõe que os *accruals* não discricionários sejam constantes ao longo do tempo. O modelo tem como objetivo controlar as mudanças no ambiente econômico sobre os *accruals* não discricionários por meio da seguinte equação:

Baptista (2008) utiliza as variáveis de controle: variação na receita e investimento em imobilizado:

$$NDA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) \quad (6)$$

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + v_{it} \quad (7)$$

Em que:

NDA_{it} = *accruals* não discricionários da empresa i no período t;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período t-1 para o período t, ponderada pelos ativos totais no final do período t-1;

PPE_{it} = saldos das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido¹ (bruto) empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

A_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período t-1;

α , β_1 e β_2 = são os coeficientes a serem estimados.

v_{it} = erro da regressão (resíduos).

Para Jones (1991) a lógica do modelo é que os *accruals* totais devem ser explicados pelas variáveis selecionadas. Mediante a estimação de coeficientes estatisticamente significativos (α , β_1 e β_2) e utilizando o método dos mínimos quadrados (MQO), é possível estimar o componente não explicado pelas variáveis, o que seria o equivalente ao GR. Assim, a *proxy* de GR é representada pelo componente de erro da regressão múltipla.

¹ A Lei n.º 11.638 promulgada em 28 de dezembro de 2007 alterou os dispositivos contábeis da Lei das Sociedades por Ações. Dentre essas alterações, está a abolição da nomenclatura “Ativo Diferido”.

Entretanto, este modelo recebeu algumas críticas feitas por Dechow, Sloan e Sweeney (1995); Kang e Sivaramakrishnan (1995); Martinez (2001) e Pae (2005) e dentre elas, destacam-se:

- a) O modelo apresenta erro de especificação em empresas com lucros e fluxos de caixa muito altos ou muito baixos;
- b) Omissão de uma variável que contemple os custos das vendas e as despesas, pois elas não estão perfeitamente correlacionadas com as receitas;
- c) Erros nas variáveis, alguns itens sujeitos à manipulação não são considerados no modelo; variáveis omitidas – não controla variações nas despesas; simultaneidade, variáveis explicativas e explicadas são determinadas simultaneamente, provocando problemas de autocorrelação, originando vieses nos resultados da regressão;
- d) Não considera a relação existente entre os *accruals* e o fluxo de caixa operacional e a reversão dos *accruals* ao longo do tempo.

2.3.3.5 Modelo de Jones Modificado (1995)

Desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), este modelo considera a hipótese de que as receitas podem ser gerenciadas por meio de contas a receber do que pelas vendas à vista. Assim, a variável “variação de contas a receber” é incluída, reestruturando a equação do modelo original, que passa a ser descrito desta forma:

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) \quad (8)$$

Em que:

NAD_{it} = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderada

pelos ativos totais no final do período *t-1*;

PPE_{it} = saldos das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (bruto) empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

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

α , β_1 e β_2 = parâmetros estimados da regressão pela Equação 6.

No entanto, Viana (2013) argumenta que o modelo não controla todos os fatores que influenciam o nível de *accruals* e isso se deve em grande medida ao fato de não existirem teorias que expliquem o comportamento dos mesmos, o que implica normalmente uma má especificação, que se traduzirá em problemas de índole estatística.

2.3.3.6 Modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995)

Semelhante ao Modelo de DeAngelo (1986), o Modelo KS assume que a relação entre algumas contas da data t são iguais às observadas na data $t-1$ (supondo que na data $t-1$ não há gerenciamento), que é demonstrado pela equação:

$$AB_t = \alpha_0 + \alpha_1[\delta_{1i,t}REV_{i,t}] + \alpha_2[\delta_{2i,t}EXP_{i,t}] + \alpha_3[\delta_{3i,t}PPE_{i,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Em que:

$AB_t = (AC_t + CX_t + PC_t - DEP_t) / AT_{t-1}$ = *accrual balance* no período t ;

AC_t = ativo circulante no período t ;

CX_t = caixa no período t ;

PC_t = passivo circulante, excluindo impostos a pagar e dívidas de longo prazo no período t ;

DEP_t = depreciação no período t ;

CR_t = contas a receber no período t ;

OCA_t = outros ativos circulantes ($AC_t - CR_t - PC_t - DEP_t$) no período t ;

REV_t = receita líquida no período t , dividida pelo ativo total em $t-1$;

EXP_t = despesas operacionais antes da depreciação no período t, dividido pelo ativo total em t-1;

$PPE_{i,t}$ = permanente no período t, dividido pelo ativo total em t-1;

ε_t = resíduos da regressão, acumulação discricionária;

$\delta_1 = CR_{t-1}/REV_{t-1}$;

$\delta_2 = OAC_{t-1}/EXP_{t-1}$;

$\delta_3 = DEP_{t-1}/PPE_{t-1}$;

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = coeficientes.

Kang e Sivaramakrishnan (1995) argumentam que o modelo utiliza as principais contas de resultado como regressores em sua fórmula, a fim de minimizar os problemas de omissão e simultaneidade de variáveis. Além disso, trabalha com as variações das contas do Balanço Patrimonial para estimar os *accruals* discricionários, pois essas mudanças são decorrentes da própria dinâmica do regime de competência.

Nesse sentido, os *accruals* discricionários serão os resíduos (ε_t) da regressão. Quanto mais distante de zero tanto positiva quanto negativamente estiver o resíduo, maior será o nível de gerenciamento de resultados.

2.3.3.7 Modelo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003)

Este modelo foi desenvolvido com base nos modelos de Healy e Wahlen (1999) e Dechow e Skinner (2000), criando uma medida global de gerenciamento de resultado, a partir de quatro medidas de GR desenvolvidas em 31 países. Esta medida é denominada de *Aggregate Earnings Management Score*.

A primeira medida identifica as variações no desempenho econômico resultantes de decisões operacionais e escolhas de divulgação financeira verdadeiras, e é obtida por meio da divisão do desvio-padrão do lucro operacional pelo desvio-padrão do fluxo de caixa operacional (ambos divididos pelo Ativo Total do período anterior):

$$EM_1 = \frac{\sigma(LOp)}{\sigma(FCO)} \quad (10)$$

Onde:

EM1=*Earnings Management 1* (Gerenciamento de resultado1);

LOp=Lucro operacional;

FCO=Fluxo de Caixa Operacional.

Na primeira medida, o GR 1 é obtido por meio da relação entre o Lucro Operacional e o Fluxo de Caixa Operacional (SILVA, 2014). O primeiro item que é representado pelo lucro operacional é obtido diretamente dos resultados das atividades operacionais na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC). O segundo item, de acordo com Klann (2011), o Fluxo de Caixa Operacional pode ser obtido de forma direta e indireta. A direta é por meio da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), no caso de constituir-se numa empresa pública. Por outro lado, de forma indireta é obtido o valor pela diferença entre o lucro operacional e os *accruals* totais.

Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), essa medida informa os níveis nos quais os administradores reduzem a variabilidade dos lucros reportados. Um baixo valor para esses escores indica que os gestores praticam o GR.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) afirmam que a discricionariedade contábil pode ser exercida para atenuar choques econômicos no fluxo de caixa operacional e exemplificam esclarecendo que uma empresa pode antecipar a evidenciação de receitas futuras ou atrasar a evidenciação de custos correntes para esconder um baixo desempenho da empresa. Diante do exposto, a segunda medida trata da correlação entre a contabilidade por regime de competência e o fluxo de caixa operacional para suavizar os lucros.

A correlação negativa indica um resultado normal do regime de competência, que amortece os possíveis choques no fluxo de caixa. Já a

correlação elevada indica que a empresa não está reportando os seus resultados reais, sendo representada pela equação:

$$EM_2 = \rho(\Delta AT, \Delta FCO) \quad (11)$$

Em que:

EM_2 = *Earnings Management 2* (GR2);

ΔAT = Variação nos *Accruals* Totais;

ΔFCO = Variação no Fluxo de Caixa Operacional.

Ambas as variáveis são divididas pelo Ativo Total do período anterior. Um escore elevado indica menor prática de GR (SILVA, 2014). A terceira medida utilizada neste modelo é a magnitude dos *accruals* como medida para a extensão na qual administradores exercem a discricionariedade na divulgação de lucros, e é obtida pela taxa média do valor absoluto dos *accruals* e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional:

$$EM_4 = \frac{|AT|}{|FCO|} \quad (12)$$

Em que:

EM_3 = *Earnings Management 3* (GR3);

AT = valor absoluto dos *accruals*;

FCO = valor absoluto do fluxo de caixa operacional.

Segundo Silva (2014) esta medida tem como finalidade controlar as diferenças entre o tamanho e o desempenho das empresas, possibilitando detectar o exercício da discricionariedade pelo gestor a fim de divulgar de maneira incorreta o resultado econômico da empresa.

A quarta medida utilizada no indicador global de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) está relacionada à distribuição de frequência de pequenas perdas e pequenos lucros. Como exemplo, os autores relatam que os gestores têm incentivos para evitar perdas de qualquer magnitude,

reportando lucros quando houve prejuízos. No entanto, seu poder discricionário é limitado, sendo incapazes de reportarem lucro na presença de grandes prejuízos. Com isso, é possível gerenciar somente as pequenas perdas. Para mensurar a existência de GR, esse método utiliza a distribuição de frequência (de -1 a +1) do lucro líquido das companhias dividido pelos Ativos Totais, e considera como pequenas perdas os valores entre -0,1 e 0; como pequenos lucros entre 0 e 0,1. A partir disso, divide-se o número de pequenos lucros pelo número de pequenas perdas, como indicador de GR, conforme a equação:

$$EM_4 = \frac{Peqlucros}{Peqperdas} \quad (13)$$

Em que:

EM_4 = *Earnings Management 4*(GR4);

PeqLucros = número de casos de lucros situados entre 0 e 0,1 na distribuição de frequência;

PeqPerdas = número de casos de perdas situadas entre -0,1 e 0 na distribuição de frequência.

Posteriormente, uma quinta medida é proposta por Gontcharov e Zimmerman (2003), com o intuito de verificar o efeito da norma contábil sobre o gerenciamento de resultado, apresentando o comportamento da variação do lucro não discricionário em relação à variação do lucro líquido. Os autores alegam que “quando o gerenciamento reduz a volatilidade dos lucros pelo uso dos *accruals* discricionários, o desvio padrão para o lucro líquido apresenta valores menores”. Portanto, caso haja a diminuição da volatilidade dos lucros, na presença de *accruals* anormais/discricionários superiores em relação aos lucros, têm-se um indicativo de atividades de suavização dos lucros. Assim, é obtido na equação a seguir, um valor maior que um (SILVA, 2014).

$$EM_5 = \frac{\sigma LND(i)}{\sigma LL(i)} \quad (14)$$

Em que:

$EM_5 = Earnings Management 5$ (GR 5);

σLND_i = Desvio-padrão do lucro não discricionário dividido pelos Ativos Totais em (t -1);

σLL_i = Desvio-padrão do lucro líquido dividido pelos Ativos Totais em (t - 1);

i = companhia.

Para calcular o EM5, é necessário encontrar o lucro não discricionário, obtido a partir da seguinte expressão:

$$LND = FCO_i + NAD_i \quad (15)$$

Em que:

LND = Lucro não discricionário;

FCO_i = Fluxo de caixa das operações;

NAD_i = *Accruals* não discricionários;

i = companhia.

Finalmente, a sexta medida de estimação do GR (EM6) que tem por objetivo reduzir o erro de estimação é denominada de *Aggregate Measure of Earnings Management*. A EM6 é obtida pela média das posições das medidas estruturadas anteriormente, uma vez que, os valores considerados altos sugerem maiores níveis de GR (SILVA, 2014).

2.3.3.8 Modelo de Pae (2005)

O autor propõe a ampliação do Modelo de Jones Modificado, incluindo o fluxo de caixa operacional e a reversão natural dos *accruals* de períodos anteriores, a fim de corrigir o problema de classificação dos

accruals (discricionários e não discricionários), sendo representado pela seguinte equação:

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + \lambda_1 (FCO_{it}) + \lambda_2 (FCO_{it-1}) + \lambda_3 (TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

Em que:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

A_{it} = ativos totais da empresa *i* no final do período *t-1*;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

PPE_{it} = saldo das contas ativo imobilizado e ativo diferido da empresa *i* no final do período *t*, ponderadas pelos ativos totais no final do período *t-1*;

FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa *i* do período *t-1*, ponderado pelos ativos totais no final do período *t-1*;

FCO_{it-1} = fluxo de caixa operacional da empresa *i* do período *t-1*, ponderado pelos ativos totais no final do período *t-2*;

TA_{it-1} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t-1*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-2*;

ε_{it} = erro de regressão (resíduos).

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \lambda_1, \lambda_2$ e λ_3 = parâmetros estimados pela regressão 15.

No entanto, outros fatores podem afetar os *accruals*, como, por exemplo, a magnitude do resultado corrente (SILVA, 2014).

2.4 Estudos Empíricos

O termo “*earnings management*” originou diversas pesquisas que tentam esclarecer este fenômeno, principalmente quando sua diminuição está ligada à adoção de alguns dos mecanismos de governança corporativa, e utiliza-se de várias expressões, a saber: gerenciamento de resultados,

gerenciamento de lucros, contabilidade criativa, entre outras. No Quadro 3 estão resumidos os principais resultados de pesquisas que investigaram a relação entre a estrutura do conselho de administração e os níveis de GR.

Quadro 3: Pesquisas empíricas sobre gerenciamento de resultados.

Autores	Período estudado	País	Modelo utilizado	Principais resultados
Xie, Davidson e Dadalt (2003)	1992, 1994 e 1996	Estados Unidos	Modelo de Jones (1991)	Constataram a importância da experiência profissional em finanças dos membros do conselho e comitês como fatores importantes para limitar o gerenciamento dos resultados. O GR é menos ocorre com menos frequência em empresas cujos diretores dos conselhos são membros externos à empresa. Adicionalmente, os resultados indicaram uma associação entre níveis mais baixos de <i>accruals</i> com a frequência de reuniões dos conselhos e comitês de auditoria.
Dimitropoulos e Asteriou (2010)	2000 a 2004	Grécia	Modelo de Jones Modificado (1995)	Indicam uma relação positiva entre a qualidade das informações contábeis e o percentual de conselheiros independentes, porém não encontraram relação entre os níveis de GR e o tamanho do conselho.

“continua”

Quadro 3: “continuação”

Autores	Período estudado	País	Modelo utilizado	Principais resultados
Martinez (2010)	1998 e 1999	Brasil	Modelo KS (1995)	Indicaram que a propensão ao GR pode ser explicada pelo tamanho e o número de reuniões do conselho. Os testes também indicaram que quanto menor a quantidade de membros do conselho, e quanto mais frequentes as reuniões, menor foi a propensão a prática de <i>earnings management</i> .
Alves (2011)	2002 a 2007	Portugal	Modelo de Jones modificado (1995)	Sugerem que um conselho menor e composto, em sua maioria, por conselheiros externos é positivo para a melhoria da qualidade dos lucros contábeis por apresentar relação negativa com o GR. Já para os conselhos maiores evidenciou-se uma relação positiva com o comportamento discricionário dos gestores.
Marra, Mazolla e Principe (2011)	2003 a 2006	Itália	Modelo DeFond e Park (2001)	Sugerem que a independência do conselho e a existência de comitês de auditoria desempenham papel importante e eficaz na redução de GR após a adoção das <i>International Financial Reporting Standards (IFRS)</i> nas empresas italianas.

“continua”

Quadro 3 “conclusão”

Autores	Período estudado	País	Modelo utilizado	Principais resultados
Chi et al. (2014)	2000 a 2005	Taiwan	Modelo de Jones modificado (1995)	O estudo foi realizado com empresas familiares. Os resultados sugerem que a independência do conselho é importante para um mercado emergente, além de atenuar o comportamento de gerenciamento de resultados nas companhias estudadas.
González e Meca (2013)	2006 a 2009	Países da América Latina (Brasil, Argentina, México e Chile)	Modelo de Jones (1991), Modelo de Jones modificado (1995), Modelo de Jones-Cash Flow e Modelo KS (1995)	Mostram que ao contrário de empresas americanas e europeias, o ambiente empresarial latino americano é caracterizado por uma alta concentração de propriedade, o que afeta negativamente atuação dos conselheiros, refletindo na qualidade e na transparência da informação financeira.
Piccoli e Cunha (2015)	2011 a 2013	Brasil	Modelo KS (1995)	Indicam que GR é influenciado pelo <i>Interlocking</i> dos membros do conselho. Quanto maior a centralidade de grau, maior o gerenciamento positivo de resultados. Concluiu-se também que as variações dos <i>accruals</i> positivos e negativos são influenciadas pela intermediação dos membros do Conselho de Administração.

Fonte: Elaborado pela autora (2016).

A relação entre a composição do conselho de administração e os níveis de GR ainda é pouco explorada por pesquisadores brasileiros. De uma maneira geral, os resultados indicaram que o tamanho, o grau de independência e a quantidade de reuniões entre os membros do conselho estão de certa forma relacionados com o comportamento discricionário dos gestores. Entretanto, tal relação não pode ser estendida a todas as estruturas de mercados, como se pode observar pelos resultados de Dimitropoulos e

Asteriou (2010), que não obtiveram nenhuma evidência empírica com relação ao tamanho do conselho, por exemplo.

Portanto, considera-se oportuno investigar o mercado brasileiro em um horizonte de tempo diferente do utilizado por Martinez (2010), levando-se em consideração as mudanças ocorridas nas normas de divulgação das informações contábeis trazidas pela Lei 11.638/2007. O presente estudo se baseia na premissa de que, no mercado brasileiro, a composição dos conselhos de administração, enquanto mecanismo de governança, pode influenciar a qualidade da informação divulgada aos seus usuários.

3 METODOLOGIA

Nesta seção, são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para alcançar os objetivos propostos. Para tanto, segue a tipologia em que o estudo se enquadra, o método de pesquisa, a população e a amostra, as hipóteses, o modelo econométrico, as variáveis escolhidas e por fim, as limitações da pesquisa.

3.1 Tipologia de Pesquisa

Quanto ao objetivo, a presente pesquisa configura-se como descritiva. De acordo com Parra Filho e Santos (2012), a pesquisa descritiva pode aparecer sob diversos tipos: documental, estudos de campo, levantamentos, entre outros, desde que se estude a correlação de, no mínimo, duas variáveis. Os autores também afirmam que o pesquisador não interfere na realidade, apenas observa as variáveis que, espontaneamente, estão vinculadas ao fenômeno. Nesse entendimento, Leite (2008, p. 47) considera que a pesquisa descritiva é utilizada para descrever determinados fenômenos socioeconômicos, que no caso desta pesquisa foi verificar as relações entre a estrutura do conselho de administração e a propensão ao gerenciamento de lucros.

Quanto ao método, o estudo classifica-se como hipotético-dedutivo, auxiliado por testes empíricos realizados por meio do uso de métodos quantitativos, que serviram como ferramentas para explicar qual a relação entre a variável dependente (*accruals* discricionários) e as independentes, que são *proxies* das boas práticas de governança corporativa, da estrutura do conselho de administração e as variáveis de controle.

Segundo Prodanov e Freitas (2013, p. 32), a pesquisa hipotético-dedutiva inicia-se com um problema ou uma lacuna no conhecimento científico, passando pela formulação de hipóteses e por um processo de inferência dedutiva, o qual testa a predição da ocorrência de fenômenos

abrangidos pela referida hipótese. Os referidos autores complementam que os procedimentos estatísticos fornecem considerável reforço às conclusões obtidas, sobretudo, mediante a experimentação e a observação. Entretanto, os autores alertam que os resultados obtidos não podem ser considerados absolutamente verdadeiros, mas portadores de boa probabilidade de serem verdadeiros.

Quanto à abordagem, esta pesquisa utiliza o positivismo das ciências sociais, pois está fundamentada em um método científico para se descrever de forma quantitativa a realidade sobre as relações entre as variáveis propostas. Martins e Theóphilo (2009) afirmam que as pesquisas com essa abordagem estudam os fatos buscando estabelecer relações entre estes mediante o controle e sistematização de dados empíricos, explicando e descrevendo os fenômenos observados.

3.2 População, Amostra e Coleta dos Dados

A população é composta pelas companhias abertas não financeiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA. A exclusão das empresas financeiras se deve ao fato de que estas possuem demonstrações financeiras diferenciadas. A análise compreendeu as companhias que disponibilizaram os dados das variáveis de interesse no período entre 2011 a 2014.

A escolha deste período levou em consideração as mudanças nos indicadores financeiros trazidas pela criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) no ano de 2005, com o objetivo de emitir Pronunciamentos Técnicos sobre Procedimentos de Contabilidade com base nas IFRS (*International Financial Reporting Standard*). Outro ponto que influenciou a escolha do período de análise foi a aprovação da Lei 11.638/07, que trouxe mudanças consideráveis para as práticas contábeis adotadas no Brasil. Essa lei entrou em vigor no dia primeiro de janeiro de 2008 em sua primeira etapa, introduzindo e alterando novos dispositivos à Lei das Sociedades por Ações (6.404/76), e a partir do exercício de 2010 para sua segunda e última

etapa, sendo que no ano de 2010 as empresas brasileiras de capital aberto já estavam obrigadas a publicar seus relatórios financeiros de acordo com o padrão internacional.

Também foram excluídas da amostra as empresas que não disponibilizaram as informações contábeis nos anos de 2011 a 2014 consecutivamente, assim como aquelas que não disponibilizaram as informações no ano de 2010, pois, eram necessárias para os cálculos das acumulações por meio do modelo KS (1995) que utiliza dados do período anterior ao de análise. Dessa forma, a base para coleta de informações foi o exercício encerrado em 2010, replicado para os anos posteriores.

Após adotar os critérios de seleção citados, as 56 empresas resultantes na amostra foram distribuídas segundo os setores de atividade demonstrados na Tabela 1.

Tabela 1: Distribuição das companhias por setor de atividade.

	Frequência	Porcentual (%)
Agro e Pesca	1	1,8
Alimentos e Bebidas	1	1,8
Comércio	4	7,1
Construção	4	7,1
Energia Elétrica	10	17,9
Máquinas Industriais	1	1,8
Mineração	2	3,6
Petróleo e Gás	1	1,8
Química	4	7,1
Siderurgia e Metalurgia	3	5,4
Software e Dados	1	1,8
Telecomunicações	2	3,6
Textil	4	7,1
Transportes	6	10,7
Veículos e Peças	2	3,6
Outros	10	17,9
Total	56	100,0

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Quanto ao tipo de controle acionário, segundo a classificação da CVM, a composição da amostra é apresentada da forma como segue na Tabela 2:

Tabela 2: Origem do controle acionário das companhias.

Controle Acionário	Porcentual (%)
Estatat	1,5
Estatat holding	3,1
Estrangeiro	3,1
Estrangeiro holding	6,2
Privado	61,5
Privado holding	24,6
Total	100

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Complementando a descrição das empresas que compõem a amostra, os dados da Tabela 3 demonstram como os segmentos especiais de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) mediante classificação da Bovespa estão presentes nas companhias selecionadas.

Tabela 3: Percentual de empresas classificadas nos níveis de governança.

Ano	Classificação nos níveis diferenciados de governança corporativa	
	Sim (%)	Não (%)
2011	63,1	36,9
2012	64,7	35,4
2013	67,7	32,3
2014	67,7	32,3

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Os dados relativos à estrutura do Conselho de Administração, às características específicas de cada empresa e os dados necessários para aplicação dos modelos econométricos foram coletados dos relatórios e demonstrações contábeis das companhias abertas não financeiras, disponíveis no banco de dados da CVM, BM&FBOVESPA e no banco de dados Economatica. A Tabela 4 resume quais foram as fontes utilizadas para a coleta dos dados.

Tabela 4: Sistemas de informação utilizados para a coleta de dados.

Fonte	Dados coletados
Empresas Net (CVM)	<ul style="list-style-type: none"> • Total de membros do conselho de administração; • Total de membros independentes do conselho; • Separação dos cargos de CEO e presidente do conselho; • Substituição do CEO no ano anterior ao de análise; • Percentual de ações em posse do acionista controlador;
Economática	<ul style="list-style-type: none"> • Setor de atividade; • Demonstrações contábeis; • Informações se a empresa emite ou não ADR's;
Bovespa	<ul style="list-style-type: none"> • Relação das empresas classificadas em um dos níveis de governança corporativa.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Todos os dados são de natureza secundária, portanto, foi criado um banco de dados no *software* Excel para tornar possível a realização de diversos testes estatísticos. Os *softwares* utilizados nos testes estatísticos e na estimação dos modelos regressivos foram o SPSS² e GRETL³.

3.3 Modelo e Variáveis

Neste tópico apresenta-se o modelo que foi utilizado neste estudo, considerando as variáveis relativas ao conselho de administração bem como as características específicas das firmas, descritas no modelo como variáveis de controle:

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 CON_{it} + \beta_2 TOTCA_{it} + \beta_3 INDEP_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 TURN_{it-1} + \sum_j^n \beta_j CONTROLE_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

Onde:

AD_{it} = acumulações discricionárias estimadas por meio do modelo KS (1995);

CON_{it} = concentração de controle do acionista controlador;

²Statistical Package for the Social Sciences.

³GNU Regression, Econometrics and Time-Series Library.

$TOTCA_{it}$ = total de membros do conselho de administração;

$INDEP_{it}$ = percentual de membros independentes do conselho de administração;

$DUAL_{it}$ = dualidade executiva, indica se o CEO e o presidente do conselho são a mesma pessoa;

$TURN_{it-1}$ = variável que indica se houve substituição do CEO no ano anterior ao da análise

$CONTROLE_{jit}$ = conjunto de variáveis inseridas no modelo com o intuito de controlar o seu efeito sobre as acumulações discricionárias. As variáveis inseridas representam o tamanho da empresa, a rentabilidade, o nível de endividamento, e duas variáveis *dummy*, que indicam se a empresa negocia ADR's e se estão classificadas em um dos níveis de governança corporativa da Bovespa;

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 e \beta_j$ = coeficientes estimados;

ε_{it} = erro da regressão.

3.3.1 Aplicação do Modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995)

A variável dependente do modelo foi extraída, como visto anteriormente, da aplicação do modelo KS (1995), demonstrado na equação 9. Tal modelo foi utilizado para verificar a existência de evidências significativas de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários, com base na estrutura dos conselhos de administração das empresas que fazem parte da amostra.

Segundo Martinez (2001, p. 95), este modelo “é o mais completo, tanto no sentido contábil de descrever mais eficiente o processo de definição das acumulações (*accruals*) decorrentes da dinâmica do regime de competência, como no aspecto ligado à precisão estatística”. O modelo emprega maior quantidade de variáveis, que refletem mais consistência com a realidade brasileira. Outro ponto a ser considerado é que o modelo utiliza

variáveis instrumentais para mitigar os erros de simultaneidade entre as variáveis (KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995).

De acordo com a literatura, quanto mais distantes de zero estiverem os *accruals* discricionários, maior será o nível de gerenciamento de resultado. Em outras palavras, se os *accruals* discricionários assumem valores positivos, significa que as empresas estão gerenciando seus resultados a fim de aumentar seus lucros. Por outro lado, se as acumulações assumirem valores negativos, significa que há indícios de que as empresas analisadas estão manipulando seus resultados com intuito de diminuir seus lucros.

Como visto anteriormente, as acumulações totais podem ser calculadas por meio de duas abordagens, a do Balanço Patrimonial e a do Fluxo de Caixa. Esta pesquisa utilizou a primeira abordagem, em que considera os *accruals* totais obtidos pela diferença entre: a variação do ativo circulante, livre da variação nas disponibilidades; e a variação do passivo circulante, nesse caso, livre das dívidas, financiamentos e empréstimos; deduzidos da despesa com depreciação e amortização (RODRIGUES, 2013).

A justificativa para escolha dessa abordagem segue a utilizada por Rodrigues (2013), pois, a partir de 2008, tendo em vista as modificações trazidas pela Lei nº 11.638/2007, as empresas brasileiras passaram a ser obrigadas a divulgar a DFC – Demonstrações do Fluxo de Caixa – apesar de algumas, à época, já apresentarem tal demonstração por opção, por exigência dos níveis diferenciados de governança corporativa ou ainda por serem emissoras de ADR's. Segundo o autor, o modelo KS opera diretamente com as contas do balanço patrimonial em determinado exercício contábil, evitando-se deste modo o problema de comparar valores em moeda de diferentes períodos. O modelo KS inclui as despesas operacionais na regressão, bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação de receitas.

Os modelos de Jones Modificado (1995) e o Modelo KS (1995) são os mais utilizados em estudos que buscam mensurar o comportamento

discricionário dos agentes. Contudo, é importante ressaltar que embora seja mais robusto que o modelo de Jones Modificado, o modelo KS demanda grande quantidade de dados contábeis, e isso se torna um fator redutor da amostra. Cabe ressaltar também que nem todas as empresas disponibilizam as informações completas nas demonstrações contábeis, necessárias para que a análise possa ser realizada.

Outro ponto que deve ser observado é que segundo Paulo (2007), existem diversos fatores que afetam a mensuração dos *accruals* e que, conseqüentemente afetam a segregação do componente gerenciado do não gerenciado. Dessa forma, apresenta-se um quadro comparativo (Quadro 4) entre esses dois modelos, o qual sintetiza os principais problemas de cada modelo que levaram à escolha de qual destes seria utilizado neste trabalho.

Quadro 4: Síntese dos problemas de especificação dos modelos mais utilizados para estimação dos *accruals*.

Problemas de Especificação do Modelo	Modelo de Jones Modificado (1995)	Modelo KS (1995)
Controla adequadamente as mudanças dos <i>accruals</i> oriundas das condições econômicas	N	P
Considera mudanças normais nas atividades operacionais decorrentes da sua atuação empresarial	P	S
Controla a variação dos preços ao longo do tempo	N	N
Assume que os <i>accruals</i> não discricionários não são constantes ao longo do tempo	S	S
Considera as diferenças de estratégias e a estrutura das operações entre as empresas	P	S
A reversão natural dos <i>accruals</i> dos períodos anteriores é controlada	N	N
Controla desempenhos extremos de fluxo de caixa	N	N
Controla desempenhos extremos dos resultados	N	N
As variáveis utilizadas para controlar os fatores econômicos relevantes são imunes à contaminação do próprio gerenciamento de resultados	N	N
Controla os <i>accruals</i> discricionários relacionados aos custos e despesas	N	S
Controla diretamente o tamanho da empresa	S	S
O modelo tem intercepto	N	S
Considera que as receitas podem ser gerenciadas no momento do reconhecimento	S	S

“continua”

Quadro 4 “conclusão”.

Problemas de Especificação do Modelo	Modelo de Jones Modificado (1995)	Modelo KS (1995)
Não assume que todas as variações nas rendas a prazo são práticas de gerenciamento de resultados	N	*
Considera os <i>accruals</i> que têm efeitos de longo prazo	N	N
Controla resultados negativos	N	N
Assume o pressuposto de que os <i>accruals</i> discricionários não são ortogonais aos não-discricionários	N	N
Controla o conservadorismo contábil no processo de mensuração dos <i>accruals</i>	N	N
Legenda:		
S- Sim N- Não P- Parcialmente *Não se aplica ao modelo		

Fonte: Adaptado de Paulo (2007).

3.3.2 Operacionalização das Variáveis

A Tabela 5 resume as definições operacionais de cada variável utilizada na pesquisa. As *proxies* de governança corporativa estão embasadas nas descrições do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2015) emitido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Por outro lado, as variáveis que descrevem as características do conselho de administração foram escolhidas com base em pesquisas já realizadas (XIE; DAVIDSON; DADALT, 2002; DIMITROPOULOS; ASTERIOU, 2009; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011, ALVES, 2011; GONZÁLEZ; MECA, 2013; MARTINEZ, 2010; CHI et al., 2013) e nas principais exigências que constam nos códigos de governança corporativa divulgados pela CVM e pelo Instituto de Governança Corporativa. Acredita-se que as características representadas por estas variáveis sejam elementos capazes de propiciar um relacionamento harmonioso entre os agentes, por meio da minimização dos conflitos de agência.

Por fim, as variáveis de controle foram escolhidas com o objetivo de evitar problemas relativos à omissão de variáveis, além de controlar seu efeito sobre as acumulações discricionárias. A Tabela 5 mostra a operacionalização das variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 5: Operacionalização das variáveis.

	Variável	Significado	Operacionalização
Variável dependente (<i>Proxy GR</i>)	AD	Acumulações Discricionárias obtidas por meio da aplicação do modelo KS	Resíduo da equação (9).
Estrutura de propriedade	CON	Concentração de capital (quantidade de ações em posse do acionista controlador)	Razão entre o valor total de ações ordinárias em posse do controlador e o valor total de ações ordinárias emitidas pela empresa.
Conselho de Administração	TOTCA	Tamanho do Conselho de Administração	Identificação do número total de conselheiros de administração.
	INDEP	Independência do Conselho de Administração	Razão entre conselheiros independentes e o total de conselheiros no Conselho de Administração.
	DUAL	Perfil do Diretor Executivo-indica se os cargos de CEO e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa ou por pessoas distintas	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se o presidente do Conselho de Administração e o presidente da empresa são a mesma pessoa, e 0, caso contrário.
	TURN	Indica se houve substituição do CEO no ano anterior ao de análise	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se houve substituição do CEO de uma empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> em relação a <i>t-1</i> e 0, caso contrário.

“continua”

Tabela 5 “conclusão”

	Variável	Significado	Operacionalização
Variáveis de Controle	TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do Ativo total.
	ROA	Rentabilidade do ativo	Razão entre Lucro Operacional e o Ativo Total.
	ROE	Rentabilidade do patrimônio líquido	Razão entre resultado líquido e o patrimônio líquido.
	END	Índice de Endividamento	Razão entre o Exigível total e o Ativo total.
	ADR	Indica se a empresa negocia ADR's	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a empresa negocia ADR's e, 0 caso contrário.
	GC	Indica se a empresa está listada em um dos níveis de governança corporativa da Bovespa	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a empresa estiver listada no IGC, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1, e 0 caso contrário.

Fonte: Elaborada pela autora (2016).

3.3.3 Variáveis, Hipóteses e Impactos Esperados

A análise da relação entre a estrutura dos conselhos de administração das empresas e outros diversos fatores tem sido discutida em estudos nacionais e internacionais recentes. No entanto, como dito no tópico 2.6 os estudos empíricos não podem ser generalizados a todos os mercados. Assim, com base nas considerações do tópico 2.3, formularam-se as hipóteses de pesquisa descritas a seguir.

- Concentração de Capital

Ao contrário do que ocorre nas estruturas dispersas, a propriedade em estruturas dominantes e concentradas pode diminuir o problema de agência, segundo Jensen e Meckling (1976). A propriedade concentrada permite que o acionista majoritário controle eficazmente o processo de preparação e apresentação das demonstrações financeiras. Além disso,

considera-se que os grupos de acionistas controladores são mais inclinados em agir de acordo com os interesses dos demais acionistas de forma a reduzir o comportamento oportunístico dos gestores (GONZÁLEZ; MECA, 2013; KOUAIB; JARBOUI, 2014).

Por outro lado, La Porta et al. (2000) argumentam que a estrutura de propriedade pulverizada é benéfica devido ao fato de diminuir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários em países em que a proteção legal é fraca, como no caso do Brasil, no qual predomina a lei civil.

Partindo desses pressupostos, Sonza e Kloeckner (2014) evidenciaram em suas análises que a estrutura de propriedade influencia negativamente a eficiência, ou seja, estruturas mais concentradas prejudicam a alocação eficiente de recursos das empresas no Brasil, reflexo da fraca proteção legal contra expropriação de acionistas minoritários decorrente de fatores históricos provindos da formação legal no País.

Silveira (2004) por sua vez, encontrou uma relação negativa significativa entre o excesso de direito de voto em posse do acionista controlador e a qualidade da governança, mostrando que administrações mais profissionalizadas, geralmente mais pulverizadas, possuem melhor qualidade e que a concentração da decisão em uma só pessoa, ou em uma só família, gera ineficiências. Sob essas considerações, formula-se a seguinte hipótese:

H1: A estrutura de propriedade concentrada é positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados no Brasil, devido à maior possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários e à menor profissionalização nas empresas.

- Tamanho do Conselho de Administração

González e Meca (2013) e Alves (2011) argumentam que um conselho muito grande pode ser um obstáculo para a tomada de decisões

eficiente, devido a problemas de coordenação e comunicação. No entanto, Andrade (2008) defende que quanto maior o conselho, maior é o percentual de membros externos, contribuindo para a efetividade do conselho. Este estudo segue esta última consideração, e assim sendo, formula-se a segunda hipótese de pesquisa:

H2: Um conselho de administração grande é considerado mais independente, portanto a propensão ao GR é menor.

- Independência do Conselho de Administração

A independência do conselho, ou seja, a quantidade considerável de membros externos à organização contribui positivamente para a qualidade das informações contábeis, além de estar fortemente ligada ao retorno das ações (XIE; DAVIDSON; DADALT, 2002; DIMITROPOULOS; ASTERIOU, 2010; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; CHI et al., 2014). Essa afirmação embasou a formulação da seguinte hipótese:

H3: Quanto maior o número de conselheiros independentes, menores serão os conflitos de agência, diminuindo assim os níveis de gerenciamento de resultados.

- Dualidade de Cargos

A dualidade de cargos (quando o diretor executivo também exerce o papel de conselheiro) resulta na concentração de poder e autoridade nas mãos de um líder, e conseqüentemente, isto diminui a eficácia do conselho em supervisionar as atividades e as decisões dos gestores da organização (CHI et al., 2014). Com base nessa afirmação, formulou-se a seguinte hipótese:

H4: Nas empresas em que o cargo de Diretor Executivo e presidente do Conselho de Administração são designados à mesma pessoa, espera-se

uma propensão maior à prática do gerenciamento dos resultados contábeis.

- Rotatividade do cargo de Diretor Executivo

Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) verificaram em sua pesquisa que a existência de acordo entre os acionistas reduz a probabilidade de troca do CEO, assim como diminui a probabilidade de um maior percentual de conselheiros externos para monitorar o principal executivo. Considera-se que a falta de independência do conselho pode diminuir sua efetividade e seguindo tais afirmações formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H5: A efetividade do conselho aumenta a probabilidade de frequentes substituições do CEO, impactando negativamente nos níveis de GR.

Como variáveis de controle, este estudo analisa: (i) o tamanho da empresa; (ii) a rentabilidade do ativo; (iii) a rentabilidade do patrimônio líquido; (iv) o nível de endividamento; (v) o certificado *American Depositary Receipt*(ADR) e (vi) a classificação em um dos níveis de governança corporativa da Bovespa. Para cada variável de controle desenvolveu-se o desmembramento da Hipótese 6 com as seguintes características:

- Tamanho da Empresa

Empresas maiores têm conselhos de administração maiores, portanto, quanto maior o tamanho do conselho, maior a probabilidade da presença de membros externos (ANDRADE, 2008; ANDRADE et al., 2009). Esta perspectiva também foi adotada por Munhoz (2015). Seguindo esse raciocínio, considera-se nesta pesquisa que a quantidade maior de conselheiros externos afeta negativamente a propensão ao GR, e dessa forma:

H6a: Quanto maior o tamanho da empresa, menor a propensão para o GR.

- Desempenho

Em busca de um desempenho favorável, seja para sua reputação ou da empresa, os gestores têm incentivos para a realização do gerenciamento de resultados (MUNHOZ, 2015). Nesse contexto, a relação esperada entre as variáveis de controle relativas ao desempenho (ROA e ROE) e o gerenciamento de resultados é positiva, de acordo com a seguinte hipótese:

H6b: Impulsionados a retratar o bom desempenho das empresas, os gestores são mais propensos a gerenciar resultados.

- Nível de Endividamento

Gestores de empresas mais endividadas possuem maiores incentivos para gerenciar resultados (ALMEIDA, 2011; KOUAIB; JARBOUI, 2014). Dessa forma, espera-se que:

H6c: Empresas mais endividadas são mais propensas ao GR.

- Certificado de *American Depositary Receipt* e listagem nos segmentos especiais de governança corporativa (GC)

Os ADR's (*American Depositary Receipt*) são recibos de empresas não americanas que são negociadas na Bolsa de Nova York (NYSE). Como as ações dessas companhias não podem ser negociadas diretamente no mercado americano, os papéis ficam sob a custódia de uma instituição financeira e acompanham a variação das ações em seu país de origem e do câmbio entre os dois mercados.

A questão da governança corporativa ganha cada vez mais importância no mundo dos negócios. Com base nas considerações de Almeida (2011) e González e Meca (2013), espera-se que as empresas sujeitas a boas práticas de governança corporativa sejam menos propensas à prática de gerenciamento de resultados. Logo:

H6d: Empresas que negociam ADR'se/ou são listadas em um dos NDGC estão sujeitas a boas práticas de governança corporativa, portanto, são menos propensas à prática de GR.

O Quadro 5 resume o conceito, o sinal esperado das variáveis independentes do modelo proposto e os respectivos referenciais teóricos que embasaram a formulação das hipóteses.

Quadro 5: Variáveis independentes do modelo.

Variável	Significado	Hipótese	Sinal Esperado sobre os níveis de GR	Referencial Teórico
CON	Quantidade de ações do acionista controlador	H1	Negativo	González; Meca (2013); Kouaib; Jarboui (2014)
TOTCA	Tamanho do Conselho de Administração	H2	Negativo	Andrade (2008)
INDEP	Independência do Conselho de Administração	H3	Negativo	Xie; Davidson; Dadalt, (2002); Dimitropoulos; Asteriou, (2010); Marra; Mazzola; Prencipe, (2011); Chi et al., (2014); Piccoli e Cunha (2015)
DUAL	Perfil do Diretor Executivo	H4	Positivo	Chi et al. (2014); Martinez (2010)

“continua”

Quadro 5 “conclusão”.

Variável	Significado	Hipótese	Sinal Esperado sobre os níveis de GR	Referencial Teórico
TURN	Substituição do CEO	H5	Negativo	Andrade; Bressan; Iquiapaza (2014)
TAM	Tamanho da empresa	H6a	Negativo	Andrade, (2008); Andrade et al., (2009); Munhoz (2015)
ROA	Rentabilidade do Ativo	H6b	Positivo	González e Meca (2013)
ROE	Rentabilidade do Patrimônio Líquido	H6b	Positivo	Munhoz (2015)
END	Índice de Endividamento	H6c	Positivo	Almeida (2011); Kouaib; Jarboui (2014)
ADR	Certificado <i>American Depositary Receipt</i>	H6d	Negativo	Martinez (2010); Almeida (2011); González; Meca (2013)
GC	Segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA	H6d	Negativo	Martinez (2010); González; Meca (2013)

Fonte: Elaborado pela autora (2016).

3.3.4 Análise dos Modelos Regressivos Utilizados na Pesquisa

Para analisar os dados desta pesquisa, empregou-se a técnica estatística de dados em painel. Esta técnica, segundo Wooldridge (2013), consiste em acompanhar um mesmo grupo de indivíduos ao longo de um determinado período, unindo assim uma série temporal para cada registro do corte transversal.

Os dados em painel possuem uma dimensão espacial e outra temporal. O fato de trabalhar tanto com a técnica de corte transversal como série temporal possibilita o enriquecimento da análise empírica da pesquisa,

uma vez que a utilização de uma dessas técnicas individualmente não traria tal robustez (GUJARATI; PORTER 2011).

Existem duas formas de painéis que são o balanceado e o não balanceado. No painel balanceado observam-se os mesmos T períodos para as mesmas unidades de corte transversal N . (GUJARATI; PORTER, 2011). Já no painel não balanceado, algumas unidades de corte transversal não apresentam determinados períodos de análise.

Conforme Wooldridge (2013) salienta, para tratamento dessas duas configurações de painéis destacam-se o *Pooled Independent* (POLS), os efeitos fixos e os efeitos aleatórios. A abordagem POLS é caracterizada como uma regressão de forma mais convencional, seu coeficiente angular da variável explicativa é análogo ao longo do tempo para todos os indivíduos. Já no modelo de efeitos fixos, ocorre a variação do intercepto entre as observações, porém individualmente cada intercepto não se modifica ao longo do tempo (GUJARATI; PORTER 2011).

O modelo de efeitos fixos é aplicado diretamente a painéis não balanceados, e permite que o intercepto varie para cada unidade de corte transversal, respeitando as características específicas de cada uma, mas assume-se que os coeficientes angulares são constantes entre elas. O estimador dos efeitos fixos considera uma correlação arbitrária, características não observadas de cada unidade de corte transversal e as variáveis independentes em qualquer período de tempo. A equação genérica é demonstrada a seguir:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it} \quad (18)$$

Onde:

Y_{it} = função-objetivo (variável dependente);

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = coeficientes estimados;

u_{it} = resíduo da regressão.

Com relação aos efeitos aleatórios, ao contrário dos efeitos fixos este assume que as características não observadas são correlacionadas com as variáveis explicativas. A equação genérica é representada da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + w_{it} \quad (19)$$

Onde:

Y_{it} = função-objetivo (variável dependente);

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = coeficientes estimados;

w_{it} = resíduo da regressão.

A diferença entre os dois modelos, segundo Gujarati e Porter (2011), é que no caso dos efeitos fixos, cada unidade de corte transversal tem seu próprio valor de intercepto, em todos N valores para N unidades de corte transversal. Já nos efeitos aleatórios o intercepto β_0 representa o valor médio de todos os interceptos de corte transversal e o elemento erro representa o desvio aleatório do intercepto individual de seu valor médio.

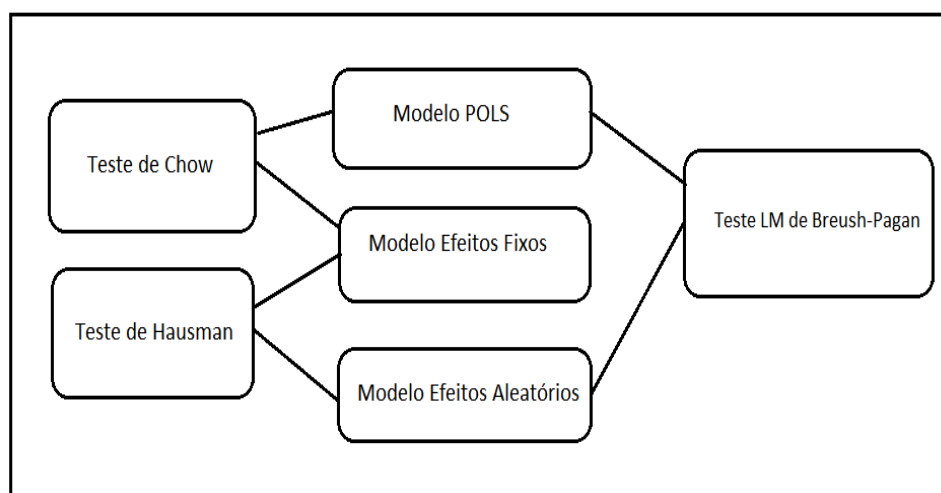
Fávero (2009, p. 383) destaca que os principais testes para se verificar qual modelo é o mais adequado, são estes:

- a) Teste de Chow: utilizado para a escolha entre os modelos de POLS e Efeitos Fixos, testam-se as seguintes hipóteses:
 - H0: os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* (POLS);
 - H1: os interceptos são diferentes para todas as *cross-sections* (efeitos fixos). O segundo teste utilizado é:
- b) Teste LM (*Lagrange Multiplier*) de Breusch-Pagan: avalia a adequação do modelo de Efeitos Aleatórios com base na análise dos resíduos do modelo estimado por mínimos quadrados ordinários (POLS). Com isso, têm-se as seguintes hipóteses para serem testadas:

- H0: a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é zero (POLS);
 - H1: a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios). O terceiro teste mais utilizado é:
- c) Teste de Hausman: oferece ao pesquisador a possibilidade de escolher entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios:
- H0: modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios);
 - H1: modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).

A Figura 4 mostra resumidamente os testes para a definição do melhor modelo a ser utilizado.

Figura 4: Resumo dos testes necessários para escolha do tipo de painel.



Fonte: Adaptado de Munhoz (2015).

3.4 Limitações da Pesquisa

O presente estudo tem como limitação a utilização de apenas uma métrica de estimação de GR, o modelo KS (1995). Apesar de ser considerado como alternativa aos demais modelos para o cálculo de gerenciamento de resultados em empresas brasileiras, e ter como

característica a inclusão do custo de mercadorias vendidas entre outras despesas, assim como a inclusão das contas do Balanço Patrimonial (opondo-se às mudanças nos saldos dessas contas), o modelo escolhido é mais complexo e requer maior número de variáveis em comparação, por exemplo, com o Modelo de Jones Modificado (1995).

Existem outras limitações inerentes ao modelo de estimação de GR, como a possível contaminação das variáveis utilizadas para controle do ambiente econômico pelo gerenciamento de resultados e o fato de não controlarem desempenhos extremos de fluxos de caixa e desempenho (ALMEIDA, 2011).

Adicionalmente, aponta-se a omissão de outros fatores que podem impactar o gerenciamento de resultados no modelo utilizado, a exemplo de outras práticas de governança corporativa e/ou a classificação setorial. Outra limitação está relacionada com o pequeno número de empresas que compuseram a amostra estudada, visto que o critério de amostragem utilizado, que seria a divulgação de todas as informações necessárias à aplicação do modelo de mensuração de GR, impediu que um número maior de empresas fosse inserido nesta pesquisa. Portanto não se pode estender os resultados obtidos a todas as companhias abertas brasileiras.

Quanto às características do conselho de administração, a limitação está relacionada à operacionalização da variável independência do conselho de administração (INDEP). Conforme as observações de Andrade (2008), embora a CVM diferencie os conselheiros internos e externos à organização, não se pode garantir que estes não tenham outros tipos de relações, como laços de parentesco ou amizade, com diretores executivos, acionistas, ou até mesmo com credores, o que de alguma forma descaracteriza a independência recomendada pelo código de governança corporativa.

Esta limitação também afeta operacionalização da variável substituição do CEO (TURN). Apoiados nas afirmações de Morck (2008), Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014), expõem em sua pesquisa que a lealdade indevida dos membros de um conselho de administração ao CEO

pode sacrificar a independência do mesmo, tendo em vista que os conselheiros externos tendem a ser selecionados pelo CEO levando em conta laços de amizade e, por este motivo, tendem a se comportar com lealdade, confiança e dever ao CEO da companhia.

Outra limitação a ser apontada, seguindo o estudo de Andrade (2008) está no fato de que somente o conselho de administração está sendo considerado nesta pesquisa como forma de identificar os impactos da governança corporativa nos níveis de gerenciamento de resultados. Fatores internos e externos à organização, como a estrutura de propriedade e controle, sistemas de remuneração dos gestores, mercado de aquisições hostil, entre outros podem ampliar a discussão sobre o tema.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

São apresentados a seguir, os resultados e a discussão acerca do presente estudo.

4.1 Estimação dos *Accruals* Discricionários

Este tópico visa atender ao primeiro objetivo específico do presente estudo. Para tanto, foi realizada uma regressão pelo método MQO. Em seguida, foram realizados os testes de multicolinearidade por meio da estatística do Fator de Inflação da Variância (VIF), o teste de autocorrelação serial dos resíduos proposto por Durbin-Watson e o teste de White para confirmação de homocedasticidade dos resíduos.

4.1.1 Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas para a estimação dos *accruals* discricionários são demonstradas na Tabela 6.

Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis utilizadas para o cálculo dos *accruals* discricionários.

Variável	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Máximo	Mínimo
AB_{it}	0,1157	0,1084	0,3601	0,9499	-3,3878
δREV_{it}	0,1281	0,1027	0,1159	0,7284	0,0000
δEXP_{it}	0,1153	0,0937	0,3857	2,9289	-2,5073
δPPE_{it}	0,0695	0,0323	0,2433	2,9048	0,0000

Nota: $AB_{i,t} = \text{accrual balance} = (AC_{i,t} - CX_{i,t} - PC_{i,t} - DEP_{i,t}) / AT_{i,t-1}$; $AT_{i,t-1}$ = ativo total no período t-1; $AC_{i,t}$ = ativo circulante no período t; $CX_{i,t}$ = caixa no período t; $PC_{i,t}$ = passivos circulantes, excluindo impostos a pagar e dívidas de longo prazo no período t; $DEP_{i,t}$ = depreciação e amortização no período t; $CR_{i,t}$ = contas a receber de uma empresa i no período t; $OAC_{i,t}$ = outros ativos circulantes = $(AC_{i,t} - CR_{i,t} - PC_{i,t} - DEP_{i,t})$; $REV_{i,t}$ = receita líquida no período t, dividido pelo AT em t-1; $EXP_{i,t}$ = despesas operacionais antes da depreciação, dividido por AT em t-1; $PPE_{i,t}$ = permanente dividido por AT em t-1; ε_t = resíduos da regressão, acumulação discricionária; $\delta_1 = CR_{i,t-1} / REC_{i,t-1}$; $\delta_2 = OCA_{i,t-1} / DESP_{i,t-1}$; $\delta_3 = DEP_{i,t-1} / PPE_{i,t-1}$; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = coeficientes.

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Em média, o *accrual balance* (acumulações totais) das empresas possui sinal positivo. A variação das receitas líquidas (REV) das empresas i do período t para o período $t-1$ representa, em média, 12,81% dos ativos totais do ano $t-1$, enquanto que a variação de despesas operacionais (EXP) representa 11,53%.

A variável que corresponde ao “imobilizado” (PPE) do período t representa, em média, 6,95% do ativo total do período $t-1$. Com relação aos valores máximos e mínimos dessa variável, observa-se que algumas companhias não investiram em ativo imobilizado, enquanto outras aplicaram valores acima do ativo total do ano anterior ao de análise.

A estatística descritiva mostra que não existe grande dispersão para o desvio-padrão, sendo que o valor mais alto é o da variável relativa às despesas (EXP). Entretanto, os valores médios das variáveis não são discrepantes.

4.1.2 Resultados dos *Accruals* Discricionários

São apresentados neste subtópico os resultados das regressões para a estimação das acumulações discricionárias. Conforme especificado no item 3.4, apesar de o modelo KS tentar corrigir o viés resultante da omissão de variáveis, e utilizar como regressores não somente as vendas, mas também o custo de mercadorias vendidas, além de outras despesas operacionais, sua aplicação requer um número maior de variáveis.

Dessa forma, as acumulações discricionárias foram estimadas pelo método MQO empilhado. Os resultados apresentados na Tabela 7 trazem as estimativas dos parâmetros e os testes estatísticos de normalidade dos resíduos, multicolinearidade, ausência de autocorrelação serial nos resíduos e homocedasticidade.

Tabela 7: Acumulações discricionárias.

Variável dependente: Acumulações totais estimadas pela equação						
$AB_t/AT_{t-1} = \alpha_1[\delta_1 REV_t/AT_{t-1}] + \alpha_2[\delta_2 DESP_t/AT_{t-1}] + \alpha_3[\delta_3 PPEV_t/AT_{t-1}] + \varepsilon_t$						
Variáveis	Coefficiente	Desvio-Padrão	Teste T	p-valor	VIF	Sinal Esperado
$\delta_1 REV_{it}$	1,0246	0,1236	8,289	0,000***	1,030	+
$\delta_2 EXP_{it}$	0,3746	0,0493	7,586	0,000***	1,217	-
$\delta_3 PPE_{it}$	-0,8296	0,0945	-8,779	0,000***	1,224	-
Constante	0,004	0,0199	0,2349	0,8145		
Obs.	224					
Prob.	88,61					
F(3,220)						
R ²	0,5471					
R ² Ajustado	0,5410					
Normalidade	0,000					

***Significativo a 1%. **Significativo a 5%. *Significativo a 10%.

Nota: Verificou-se a existência de heterocedasticidade e autocorrelação, sendo estas corrigidas com variâncias e erros padrão robustos de White.

Modelo KS: $AB_{i,t} = \text{accrual balance} = (AC_{i,t} - CX_{i,t} - PC_{i,t} - DEP_{i,t}) / AT_{i,t-1}$; $AT_{i,t-1}$ = ativo total no período t-1; $AC_{i,t}$ = ativo circulante no período t; $CX_{i,t}$ = caixa no período t; $PC_{i,t}$ = passivos circulantes, excluindo impostos a pagar e dívidas de longo prazo no período t;

$DEP_{i,t}$ = depreciação e amortização no período t; $CR_{i,t}$ = contas a receber de uma empresa i no período t; $OAC_{i,t}$ = outros ativos circulantes = $(AC_{i,t} - CR_{i,t} - PC_{i,t} - DEP_{i,t})$; $REV_{i,t}$ = receita líquida no período t, dividido pelo AT em t-1; $EXP_{i,t}$ = despesas operacionais antes da depreciação, dividido por AT em t-1; $PPE_{i,t}$ = permanente dividido por AT em t-1; ε_t = resíduos da regressão, acumulação discricionária; $\delta_1 = CR_{i,t-1} / REC_{i,t-1}$; $\delta_2 = OCA_{i,t-1} / DESP_{i,t-1}$; $\delta_3 = DEP_{i,t-1} / PPE_{i,t-1}$; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = coeficientes.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Conforme a Tabela 7, observa-se que a pesquisa compreendeu 224 observações analisadas nos períodos de 2011 a 2014. Em virtude de ser significativo ao nível de 1%, verifica-se que o modelo está coerente com os pressupostos teóricos e pode ser utilizado. O FIV (Fator de Inflação de Variância) apresentou valores próximos a 1, indicando também que o modelo não possui problemas de multicolinearidade.

Contudo, o teste de normalidade dos resíduos detectou que os mesmos não seguem uma distribuição normal. O problema foi corrigido com base nas considerações de Wooldridge (2013, p. 164), sobre o Teorema do Limite Central, em que “os estimadores de MQO satisfazem a normalidade

assimptótica, o que significa que eles são, de maneira aproximada, normalmente distribuídos em amostras de tamanhos suficientemente grandes”.

O teste de Durbin-Watson detectou a presença de autocorrelação serial dos resíduos. Adicionalmente, o teste de homocedasticidade dos resíduos rejeitou a hipótese nula, indicando que os resíduos são heterocedásticos e a correção utilizada foi a aplicação do modelo com erros-padrão robustos proposto por White. No entanto, Almeida (2011) ressalta que a solução dada ao problema apresenta limitações, uma vez que na presença de heterocedasticidade os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários não são mais eficientes, já que existirão outros estimadores de menor variância.

O indicador de rotatividade $\delta 1 REV_{it}$ indica a razão entre as contas a receber e a receita líquida, no período anterior ao de análise. Conforme já citado, esta variável apresentou-se estatisticamente significativa ao nível de 1% para explicar o comportamento dos *accruals*. Ressalta-se que seu coeficiente apresentou sinal positivo. Cabe informar que de acordo com Paulo (2007), o sinal esperado do coeficiente para esta variável pode ser tanto negativo como positivo, pois uma variação das receitas pode causar aumentos em algumas contas do capital circulante e decréscimos em outras contas.

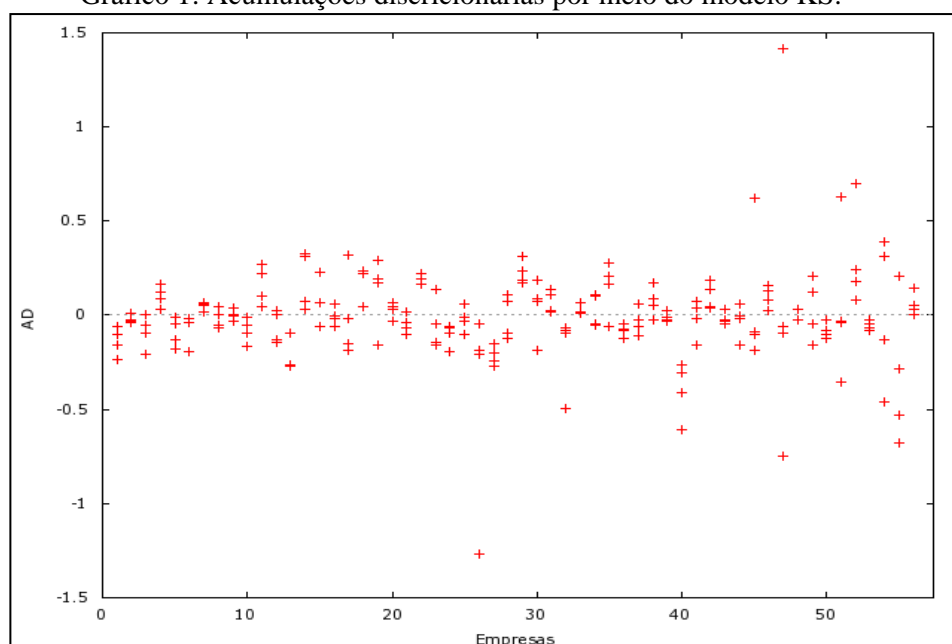
A variável $\delta 2 EXP_{it}$ é definida pela razão entre o capital de giro líquido, subtraído das despesas com depreciação e amortização, e as despesas, ambos do exercício anterior. Observou-se para essa variável que o sinal do coeficiente indica uma relação positiva e significativa estatisticamente com as acumulações totais.

A variável $\delta 3 PPE_{it}$ é considerada de acordo com a literatura um indicador de rotatividade que representa a razão entre as despesas com depreciação e o ativo fixo no exercício anterior ao da análise. Corroborando com as considerações de Jones (1991), o coeficiente apresentou sinal negativo, pois, o ativo fixo está relacionado a uma acumulação que

representa queda do resultado, por meio da despesa com depreciação ou amortização. Pela análise do teste t, percebe-se que o coeficiente dessa variável também foi significativo.

Quanto às acumulações discricionárias, o Gráfico 1 apresenta as acumulações discricionárias dos períodos de 2011 a 2014, respectivamente, estimadas por meio do Modelo KS, estimadas pela da técnica estatística MQO.

Gráfico 1: Acumulações discricionárias por meio do modelo KS.



Fonte: dados da pesquisa (2016).

A análise gráfica dos *accruals* discricionários sugere a atenção para duas empresas. A empresa que apresentou valor positivo elevado registrou um nível de discricionariedade maior que 1,4 no período de 2014. Observou-se que, essa empresa possui controle acionário privado, e 51% de suas ações estão em posse do acionista controlador. A companhia está listada no Novo Mercado e não negocia ADR's. O conselho de administração no período observado era composto por sete membros, sendo dois independentes. Além

disso, o presidente do conselho e o CEO da organização eram pessoas distintas e não houve troca do executivo com relação ao período anterior. Contudo, a referida empresa obteve baixos índices de rendimento e elevado nível de endividamento em relação às demais, o que pode ter propiciado os gestores a gerenciar lucros, de modo a informar o mercado sobre resultados acima do real.

Em relação às acumulações negativas, uma empresa da amostra apresentou valor de aproximadamente -1,2 no período de 2012. A empresa em questão também possui controle acionário privado, e 69% de suas ações estão em posse do acionista controlador. A companhia não está listada em nenhum dos níveis diferenciados de governança corporativa e não negocia ADR's. O conselho de administração no período observado era composto por três membros, sem a presença de externos à organização. Além disso, o CEO também desempenhou o papel de presidente do conselho em todos os períodos de análise (2011 a 2014). A referida empresa obteve índice de endividamento acima dos índices de desempenho, no entanto, os gestores gerenciaram os lucros, informando resultados abaixo do real.

A Tabela 8 apresenta a estatística descritiva dos *accruals* discricionários ano a ano e em todo o período (2011 a 2014). Nos anos de 2011, 2012 e 2013, a maioria das empresas apresentou acumulações discricionárias negativas e em todos os anos, com o total de 224 observações, 102 empresas possuem *accruals* discricionários com sinal positivo enquanto 122 possuem sinal negativo.

Tabela 8 Estatística descritiva dos *accruals* discricionários.

Período	Variáveis	N	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mín.	Máx.
2011	A. D.	56	0,0048	-0,0028	0,1759	-0,5066	0,5549
	A. D. (+)	25	0,1397	0,09526	0,1447	0,0008	0,1397
	A. D. (-)	31	-0,1039	-0,0499	0,1123	-0,5066	-0,0004
2012	A. D.	56	-0,0000	0,0005	0,1718	-0,6100	0,3486
	A. D. (+)	31	0,1163	0,0981	0,1012	0,0011	0,4423
	A. D. (-)	25	-0,1358	-0,0846	0,1530	-0,6494	-0,0059
2013	A. D.	56	-0,0317	-0,0039	0,3223	-2,0973	0,6859
	A. D. (+)	26	0,0692	0,0692	0,1448	0,0098	0,6859
	A. D. (-)	30	-0,16586	-0,0900	0,3727	-2,09736	-0,0011
2014	A. D.	56	-0,0097	0,0208	0,1341	-0,74825	0,2529
	A. D. (+)	32	0,0618	0,0505	0,0481	0,0080	0,2529
	A. D. (-)	24	-0,10521	-0,0588	0,1526	-0,7482	-0,0002
2011 a 2014	A. D.	224	-0,0057	-0,0195	0,2238	1,4177	-1,2665
	A. D. (+)	102	0,1467	0,0953	0,1812	1,4176	0,0004
	A. D. (-)	122	-0,1331	-0,08112	0,1701	0,0001	-1,2665

Legenda: A. D. = *Accruals* Discricionários

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Com relação à média, apenas em 2011 esta se apresentou positiva. Para todos os anos, a média das acumulações discricionárias é negativa, o que permite inferir que as companhias, em geral, gerenciaram seus resultados contábeis de modo a diminuir os lucros. Ao observar os valores de desvio-padrão na amostra total, observa-se que os *accruals* negativos apresentam maior aproximação com a média.

Para obter uma visão geral dos dados utilizados na análise de dados em painel, a Tabela 9 mostra a estatística descritiva para todas as variáveis independentes métricas. As características do conselho de administração (TOTCA, INDEP, DUAL e TURN) serão discutidas com mais detalhes mais adiante.

Tabela 9: Estatística descritiva das variáveis independentes métricas para o período de 2011 a 2014.

Período	Variáveis	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mín.	Máx.
2011	CON	62,00	0,58	0,21	20,00	100
	TAM	15,37	15,30	1,70	11,14	20,21
	ROA	5,99	5,05	6,12	0,00	37,70
	ROE	7,35	9,15	27,31	-48,30	77,10
	END	57,44	54,80	24,28	12,00	173,30
2012	CON	77,91	0,58	0,98	27,50	75,12
	TAM	15,47	15,61	1,69	11,30	20,33
	ROA	6,18	3,90	6,41	0,10	27,90
	ROE	-10,17	5,75	729,57	-54,51	69,40
	END	61,52	60,95	23,76	14,70	176,40
2013	CON	64,45	0,54	0,35	25,94	77,92
	TAM	15,17	15,62	2,87	2,91	20,43
	ROA	7,30	4,20	8,87	0,10	41,85
	ROE	-6,30	5,20	39,93	-48,00	69,40
	END	64,42	60,75	29,48	12,70	212,60
2014	CON	60,24	0,52	0,22	25,94	100
	TAM	15,51	15,47	1,71	11,25	20,50
	ROA	9,02	4,45	18,35	0,00	126,50
	ROE	-13,94	5,65	64,45	-31,48	77,60
	END	64,82	62,40	29,68	14,20	209,20
2011 a 2014	CON	66,20	0,56	0,54	20,0	100
	TAM	15,38	15,53	2,05	2,91	20,50
	ROA	7,12	4,50	11,10	0,0	126,50
	ROE	-28,26	6,20	36,69	-54,51	77,60
	END	62,05	59,95	26,93	12,00	212,60

Legenda: CON: concentração de capital em posse do acionista controlador; TAM: tamanho da empresa; ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do patrimônio líquido.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Por meio da estatística descritiva da variável CON, percebe-se que os acionistas controladores das empresas possuem mais de 50% do total de ações ordinárias, indicando que o mercado de capitais brasileiro é caracterizado pela baixa pulverização acionária. Segundo González e Meca (2013) e Kouaib e Jarboui (2014), a concentração de propriedade e o empenho do acionista controlador em monitorar as ações dos agentes contribuem para a redução dos níveis de gerenciamento de resultados. Entretanto, ressalta-se que este estudo segue as proposições de Balassiano (2012), o qual afirma que a estrutura de propriedade em firmas brasileiras é

altamente concentrada, quando comparada à estrutura de propriedade no ambiente anglo-saxão e nipo-germânico, o que favorece o surgimento dos conflitos de agência.

O tamanho das empresas da amostra apresentou grande variabilidade, e devido à elevada heterogeneidade dessa variável, optou-se pela transformação logarítmica.

Quanto às variáveis de desempenho, o indicador ROA mostra a capacidade do ativo em gerar lucro. Ou seja, mostra para cada cem unidades de investimento total o quanto foi gerado de lucro. Sendo assim, verificou-se que as empresas geraram R\$7,12 para cada cem unidades de investimento total. Já a variável ROE revela o quanto a empresa obteve de lucro líquido para cada real de capital próprio, entretanto a análise descritiva revelou um valor médio de R\$-28,26 para cada R\$1,00 de capital próprio.

Quanto à política de endividamento (END), por meio das estatísticas descritivas verificou-se que nos anos de 2012, 2013 e 2014 em média uma parcela de mais de 60% do capital das empresas é financiada por terceiros, seja de curto ou longo prazo.

A seguir, discute-se com mais detalhes como estão estruturados os conselhos de administração das companhias abertas analisadas nesta pesquisa.

4.1.3 Características dos conselhos de administração

No intuito de atender ao segundo objetivo específico, apresenta-se a estatística descritiva do tamanho do conselho e sua independência para cada ano de análise, conforme Tabela 10.

Tabela 10: Estatísticas descritivas das variáveis do conselho de administração.

Período	Variáveis	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
2011	TOTCA	7,23	7,0	3,11	0	16
	INDEP	21,0	0,18	0,22	0	71,0
2012	TOTCA	7,60	7,5	3,16	0	15
	INDEP	20,0	0,18	0,21	0	71,0
2013	TOTCA	7,19	7,0	2,83	2	14
	INDEP	22,0	0,2	0,21	0	71,0
2014	TOTCA	7,03	6,5	2,89	2	15
	INDEP	21,0	0,2	0,20	0	75,0
2011 a	TOTCA	7,26	7,00	2,99	0	16
2014	INDEP	21,0	0,20	0,21	0	75,0

Legenda: TOCA: total de membros do conselho de administração; INDEP: percentual de conselheiros externos à organização.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Quanto ao tamanho, verificou-se que, em média, o conselho é constituído por sete membros. Pela medida de amplitude, verificou-se que uma das empresas da amostra tem dezesseis membros. Tendo em vista que os códigos de governança corporativa recomendam que o conselho deve ter entre cinco e onze membros, podendo variar conforme o setor de atividade, o estágio do ciclo de vida da organização e a necessidade de criação de comitês, a estatística descritiva desta variável revela que algumas empresas superaram o valor mínimo recomendado. Por outro lado, também foi observado que algumas empresas da amostra não possuíam conselheiros.

A variável INDEP é representada pelo percentual de conselheiros externos à organização, e por meio desta, verificou-se que em média, 21% da composição do conselho de administração é representado por pessoas independentes à direção executiva. Esse número mostrou-se pequeno comparado às recomendações da CVM e do IBGC, de que a maioria dos conselhos deve ser composta por diretores que não estão vinculados à organização. Andrade (2009) obteve em seu trabalho um percentual de 88% de conselheiros independentes para um tamanho médio de 10 membros. Dessa forma, observa-se que podem ser maiores as possibilidades de

conflitos de agência nas empresas analisadas por esta pesquisa, dado o baixo grau de independência do conselho.

Com relação às variáveis *dummy* DUAL, TURN, ADR e GC a Tabela 11 mostra o total de empresas que receberam valor 0 e 1 para cada variável a cada um dos quatro anos de análise. É apresentada, ainda, a porcentagem dessas empresas frente ao total de empresas da amostra.

Tabela 11: Estatísticas descritivas das variáveis *dummy*.

ANO	DUAL (N)	DUAL (S)	TURN (N)	TURN (S)	ADR (N)	ADR (S)	GC (N)	GC (S)
2011	46	10	48	8	44	12	21	35
2012	46	10	42	14	44	12	21	35
2013	49	7	38	18	44	12	21	35
2014	50	6	43	13	44	12	21	35
%	85,3	14,7	76,3	23,7	78,6	21,4	33,9	66,1
TOTAL	100		100		100		100	

Legenda: N (Não) / S (Sim); DUAL: acúmulo dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho; TURN: substituição do CEO no ano anterior ao de análise; ADR: *American Depositary Receipt*; GC: listagem em um dos níveis diferenciados de governança corporativa.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Quanto aos cargos de diretor-presidente da companhia e presidente do conselho, os dados da Tabela 11 demonstram a tendência de mobilidade das companhias em se adequar às estruturas dos conselhos de administração em função das recomendações do código de governança corporativa. Isso porque no decorrer dos anos, aumentou o número de empresas em que essas funções foram desempenhadas por pessoas distintas, embora nos quatro anos de análise 85,3% das empresas apresentassem esta distinção.

Observou-se também que no período analisado ocorreu a troca do diretor executivo em 23,7% das empresas da amostra, sendo que no ano de 2013 as substituições ocorreram com maior frequência.

Nota-se ainda que durante todo o período de análise, 21,4% das 56 empresas da amostra negociavam ADR's. Por fim, a estatística descritiva para a variável GC indicou que, no período de 2011 a 2014, trinta e cinco

empresas estavam listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa, representando 66,1% da amostra.

4.2 Análise de Correlação

Com o intuito de verificar a existência de algum tipo de associação entre as variáveis utilizadas nesta pesquisa, além de atender ao terceiro e quarto objetivo específico proposto, foi feita a análise de correlação de *Pearson (r)* onde estão inclusas a variável dependente (*accruals* discricionários), as variáveis independentes, e as variáveis de controle. Os resultados são descritos na Tabela 12.

Tabela 12: Correlação entre as variáveis da amostra.

		AD	CON	TOTCA	INDEP	DUAL	TURN	TAM	ROA	ROE	END	ADR	GC
AD	Correl.	1											
	Sig.												
CON	Correl.	-0,301**	1										
	Sig.	0,000											
TOTCA	Correl.	0,052	-0,124	1									
	Sig.	0,443	0,064										
INDEP	Correl.	0,036	-0,193**	0,202**	1								
	Sig.	0,595	0,004	0,002									
DUAL	Correl.	-0,108	0,136*	-0,168*	-0,043	1							
	Sig.	0,108	0,042	0,012	0,526								
TURN	Correl.	0,072	-0,092	0,031	0,113	-0,202**	1						
	Sig.	0,283	0,171	0,645	0,092	0,002							
TAM	Correl.	0,076	-0,152*	0,597**	0,168*	-0,096	0,043	1					
	Sig.	0,257	0,023	0,000	0,012	0,152	0,520						
ROA	Correl.	0,018	0,013	-0,127	0,063	-0,032	0,233**	-0,173**	1				
	Sig.	0,787	0,844	0,059	0,352	0,638	0,000	0,010					
ROE	Correl.	0,024	0,016	0,091	-0,012	-0,149*	-0,139*	0,068	-0,133*	1			
	Sig.	0,720	0,815	0,174	0,860	0,025	0,038	0,311	0,046				
END	Correl.	-0,194**	0,265**	-0,172*	-0,061	0,194**	0,055	-0,224**	0,237**	-0,130	1		
	Sig.	0,004	0,000	0,010	0,367	0,004	0,416	0,001	0,000	0,052			
ADR	Correl.	0,085	-0,030	0,485**	0,131	0,090	-0,009	0,550**	-0,115	0,039	-0,107	1	
	Sig.	0,207	0,657	0,000	0,050	0,180	0,892	0,000	0,086	0,564	0,111		
GC	Correl.	0,092	-0,262**	0,348**	0,510**	-0,261**	0,155*	0,185**	-0,074	0,094	-0,217**	0,098	1
	Sig.	0,171	0,000	0,000	0,000	0,000	0,020	0,005	0,267	0,163	0,001	0,142	

**Significativo a 5%. *Significativo a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Sobre as variáveis do conselho de administração (TOTCA, INDEP, DUAL, TURN), os resultados obtidos pela análise de correlação permitem as seguintes considerações:

- Apesar da insignificância estatística, a relação positiva indica que quanto maior o percentual de membros externos à organização que compõem o conselho de administração, menor é a probabilidade de que os cargos de diretor executivo e presidente do conselho sejam ocupados pela mesma pessoa;
- Com nível de significância de 1%, é possível afirmar que quanto maior o conselho, menor a probabilidade de que os cargos de diretor executivo e presidente do conselho sejam ocupados pela mesma pessoa;
- A associação entre a variável TOTCA e INDEP foi positiva e significativa a 5%. Dessa forma, infere-se que quanto maior o tamanho do conselho, maior o seu grau de independência.

Esses resultados mostram que nos anos de 2011 a 2014 as empresas buscaram seguir as recomendações previstas no código de melhores práticas de governança corporativa, mantendo o conselho de administração mais independente e conseqüentemente, com pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho. Essas três relações corroboram com os achados de Andrade (2008), Dimitropoulos e Asteriou (2010) e Chi et al. (2014).

- A variável TURN associada à variável DUAL indica que em empresas onde os cargos de CEO e presidente do conselho são designados à mesma pessoa, as chances de troca do presidente executivo são mínimas, considerando que por meio do poder a ele atribuído, este indivíduo pode ter motivos pessoais para se manter no cargo. Entretanto, a correlação positiva, porém sem significância entre variáveis TURN e INDEP indica que quanto maior a independência do conselho, maior a rotatividade do cargo de diretor executivo.

Com relação às demais variáveis, seguem as seguintes considerações:

- Quanto maior a concentração de capital do acionista controlador, menores serão as acumulações discricionárias. Essa relação reforça o argumento de que o acionista com maior poder de voto possui incentivos para monitorar as atividades dos gestores, com intuito de preservar o alto capital investido. Referente a esta mesma variável, o sinal negativo associado à variável INDEP indica a possível expropriação de direitos dos acionistas minoritários, pois, os direitos dos controladores têm chances de ter um peso maior sobre as decisões do conselho. Já o sinal positivo associado à variável END indica as empresas com alta concentração de capital são mais endividadas;

- Por outro lado, a correlação negativa e significativa entre a variável AD e END indicou que empresas menos endividadas fizeram menos uso da prática de gerenciamento de resultados. Esse resultado corrobora com o de Kouaib e Jarboui (2014) e Chi et al. (2014). Contrariamente a este resultado, González e Meca (2013) encontraram correlação positiva entre as acumulações discricionárias e o endividamento das empresas.

- Quanto maior o tamanho das empresas, maior será o tamanho do conselho e essa relação positiva segue as considerações previstas nos códigos de governança corporativa. Adicionalmente, empresas maiores são menos endividadas. Como as grandes empresas têm conselhos maiores, consequentemente esses conselhos terão mais conselheiros externos e isso confere maior efetividade de suas ações de monitoramento. Observou-se ainda que o tamanho das empresas aumenta a probabilidade de estas estarem listadas nos segmentos especiais de governança corporativa e negociar ADR's;

- A dualidade dos cargos de CEO e presidente do conselho indica menor desempenho, com relação à variável ROE, além do maior nível de endividamento e menor possibilidade de a empresa estar listada em um dos segmentos especiais da BM&FBOVESPA.

4.3 Resultados de Dados em Painel

Para verificar a existência ou não do comportamento discricionário de acordo com a estrutura de cada conselho de administração e com as características específicas das firmas, utilizou-se a técnica estatística de regressão com dados em painel.

Inicialmente, estimou-se o modelo de regressão via MQO (Mínimos Quadrados Ordinários). No entanto, embora o teste de Durbin-Watson tenha detectado ausência de autocorrelação entre os resíduos no tempo, foram encontrados problemas causados pela presença de heterocedasticidade e sendo assim, as regressões foram realizadas por meio da aplicação da correção robusta de White ao modelo POLS.

Cabe pontuar que os dados da pesquisa apresentaram problemas de normalidade dos resíduos. Para a correção do pressuposto da normalidade aplicou-se nesta pesquisa o Teorema do Limite Central proposto por Wooldrige (2013).

Para melhorar a estimação dos parâmetros regressivos, prosseguiu-se com a análise de especificação dos modelos de transformação, a fim de determinar qual seria o modelo apropriado para estimação dos resultados. Tal análise requer a realização de testes para identificar qual o modelo que melhor apresentará a relação entre a variável dependente (*accruals* discricionários) e as variáveis independentes. Inicialmente, a partir do modelo *pooled* (Mínimos Quadrados Ordinários – MQO), aplicaram-se os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, cujos resultados são apresentados na Tabela 13.

Tabela 13: Diagnóstico de painel.

Testes	p-valor
Teste de Chow	0,097
Teste de Breush-Pagan	0,300
Teste de Hausman	0,174

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

O teste Chow permite ao pesquisador a escolha entre o modelo POLS e efeitos fixos. A hipótese nula prevê que os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* e indica que o modelo *pooled* é o mais adequado. Entretanto com p-valor de 0,097 rejeita-se a hipótese nula, validando a hipótese de que os interceptos são diferentes para todas as *cross-sections*.

O teste LM de Breusch-Pagan identifica se o modelo de MQO é mais apropriado que o modelo de efeitos aleatórios. Com a aceitação da hipótese nula, considerando um p-valor de 0,300, o teste indicou a princípio que o modelo POLS é o mais adequado.

Já o teste de Hausman possibilita a escolha entre o modelo de efeitos aleatórios ou efeitos fixos. A hipótese nula para o teste é a de que a utilização do modelo efeitos aleatórios e o modelo de correção dos erros é adequado. Se o p-valor for estatisticamente significativo, o modelo de correção dos erros torna-se inadequado, e dessa forma, opta-se pelo modelo de efeitos fixos. Com p-valor igual 0,174, o teste de Hausman sugeriu que o modelo mais eficiente é o modelo de efeitos aleatórios.

Diante dos resultados obtidos pelo diagnóstico de painel, a Tabela 14 apresenta de forma comparativa os modelos estimados nas abordagens de análise de dados em painel: POLS (Mínimos Quadrados com heterocedasticidade corrigida), efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE). De acordo com a mesma tabela, observa-se que a pesquisa compreendeu 224 observações analisadas nos períodos de 2011 a 2014.

Tabela 14: Resultado das regressões com dados em painel – Período de 2011 a 2014.

Variável dependente: Acumulações discricionárias (resíduo do modelo KS)						
Sinal Esperado	POLS		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Constante	0,338	0,024**	0,260	0,125	0,178	0,227
CON -	-0,043	0,006***	-0,025	0,472	-0,029	0,308
TOTCA -	-0,002	0,562	0,000	0,922	-0,004	0,541
INDEP -	0,089	0,119	0,098	0,081*	0,0785	0,331
DUAL +	-0,050	0,190	-0,039	0,440	0,003	0,933
TURN -	-0,046	0,057*	-0,055	0,082*	-0,065	0,080*
TAM -	-0,010	0,279	-0,012	0,263	-0,001	0,907
ROA +	-0,003	0,032**	-0,000	0,447	-0,002	0,090*
ROE +	-0,000	0,337	-0,000	0,703	-0,000	0,784
END +	-0,001	0,053*	-0,000	0,511	-0,001	0,037
ADR -	0,045	0,1702	0,022	0,588	-0,008	0,852**
GC -	-0,060	0,047**	-0,010	0,750	-0,033	0,414
R ²	0,1317		0,3752		R ² =0,044 (dentro das unidades) R ² =0,003 (entre as unidades) R ² =0,086 (no geral)	
R ² Ajustado	0,0867		0,0573			
Estatística F (Prob>F)	11,212	(0,001)	11,157	(0,240)		
Normalidade	(0,000)		(0,000)			
Durbin-Watson			1,8991	(0,281)		
Critério de Akaike	980,1012		-7,198371		-32,13444	
Observações	224		224		224	

***Significativo a 1%. **Significativo a 5%. *Significativo a 10%.

Nota: CON_{it} = razão entre o valor total de ações ordinárias em posse do controlador e o valor total de ações ordinárias emitidas pela empresa; $TOTCA_{it}$ = Número total de conselheiros de Administração; $INDEP_{it}$ = razão entre conselheiros independentes e o total de conselheiros no Conselho de Administração; $DUAL_{it}$ = variável *dummy* que indica que o presidente do conselho também é diretor executivo da empresa; $TURN_{it}$ = variável *dummy* que indica se houve substituição do CEO de uma empresa i no ano t , em relação $at-1$; TAM = calculado por meio do logaritmo natural do ativo total; RENT = rentabilidade do ativo, calculada pela relação lucro operacional dividido pelo ativo total e END = calculado pela relação exigível total dividido pelo ativo total; ADR e GC = variáveis *dummy* que indicam emissão de ADR's e listagem em níveis de governança.

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Os coeficientes de ajuste ao modelo apresentam-se baixos em todos os modelos. A justificativa para esses escores se baseia em duas perspectivas, sendo que a primeira reside no fato de que as variáveis podem ser consideradas válidas, demonstrando uma possível relação entre as variáveis independentes com a variável dependente.

A segunda perspectiva é de que, os valores encontrados pelos $R^2(s)$ não torna os modelos inválidos, mas deixa a ressalva de que poderiam ser adicionadas mais variáveis com o objetivo de aproximar o coeficiente de determinação o mais próximo possível de 1 para melhorar a explicação do modelo. Entretanto, como o objetivo do presente estudo não consiste em adicionar outras variáveis, e sim analisar a relação entre a estrutura do conselho de administração e os níveis de GR em companhias abertas brasileiras, a partir das variáveis explicativas selecionadas.

Além disso, considerando a necessidade de se produzir as melhores estimativas para as variáveis independentes sobre a variável dependente, sem ter, necessariamente, preocupação com o grau de ajuste da regressão, segue-se com a análise.

Como pode ser observado na Tabela 15, a variável CON apresentou coeficiente negativo para os três modelos de painel, com significância estatística apenas no modelo POLS. Assim, os dados da pesquisa apresentaram evidências de que a alta concentração de poder de voto do acionista controlador impacta negativamente o comportamento discricionário dos gestores. Esse resultado contrariou o esperado pela pesquisa, pois assumiu-se para essa variável a hipótese de que a alta concentração de capital favoreceria a expropriação de recursos dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores. Resultado semelhante foi encontrado nos estudos de González e Meca (2013) e Kouaib e Jarboui (2014).

Apesar do sinal do coeficiente ocorrer como o esperado nos painéis POLS e Efeitos Aleatórios, corroborando com os achados de Dimitropoulos e Asteriou (2010) a variável independente TOTCA não foi estatisticamente significativa. Portanto, não se pode inferir que o tamanho do conselho apresenta relação com o gerenciamento de resultados.

Com relação à variável INDEP, o sinal não ocorreu de acordo com o esperado, apesar de apresentar significância estatística no modelo de Efeitos Fixos. Por outro lado, Martinez (2010) encontrou para essa variável um sinal negativo, porém sem significância estatística. Uma possível explicação para sinal contrário ao esperado segue a citação de Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014), a qual considera que a independência do conselheiro externo é questionável, pois os conselheiros externos tendem a ser selecionados pelo CEO levando em conta laços de amizade e, por este motivo, tendem a se comportar com lealdade, confiança e dever ao CEO da companhia e conseqüentemente podem ser coniventes com a prática de GR.

Pesquisas internacionais sobre a independência do conselho e gerenciamento de resultados sugerem sinal negativo para essa variável. Marra, Mazzola e Prencipe (2011) pesquisaram a relação entre o conselho de administração e o GR antes e depois da adoção das IFRS relataram que após a adoção das normas internacionais de contabilidade as empresas italianas fizeram menos uso da prática discricionária.

Semelhante à pesquisa de Martinez (2010), a variável correspondente a dualidade de cargos de CEO e presidente do conselho não foi significativa em nenhum modelo. Esperava-se para essa variável um coeficiente positivo e no modelo POLS e Efeitos Fixos (FE) o resultado foi negativo.

Em consonância com as expectativas da pesquisa, a variável TURN foi significativa a 10% e apresentou sinal negativo em todos os modelos. Portanto, os dados da pesquisa apresentaram evidências de que a rotatividade do cargo de

presidente executivo pode ser um fator capaz de restringir o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários em companhias abertas brasileiras que compuseram a amostra.

A variável de controle tamanho da empresa, medida pelo logaritmo natural do ativo total não foi estatisticamente significativa. No entanto, o sinal dessa variável ocorreu conforme o esperado, sugerindo que as companhias de grande porte podem gerenciar menos seus resultados contábeis.

Em relação às variáveis de desempenho, a variável ROA apresentou sinal negativo, diferentemente do esperado para os três modelos, sendo significativa a 5% no modelo POLS e a 10% no modelo de Efeitos Aleatórios (RE). Neste caso, a interpretação é de que a rentabilidade do ativo pode ser considerada motivação para que os gestores gerenciem os lucros para baixo, em outras palavras, que diminuam os lucros. A possível explicação para esse resultado baseia-se na premissa de que os gestores podem ter diferentes motivos para manipular os resultados, a exemplo do “*target earnings*”, em que os gestores diminuem os resultados para utilizá-los posteriormente a fim de aumentar os lucros quando os mesmos estiverem abaixo do esperado.

A variável ROE representa o desempenho das empresas por meio da divisão entre o lucro líquido e patrimônio líquido. Essa variável apresentou sinal negativo e insignificante em todos os modelos. De acordo com as estatísticas descritivas, a média de rentabilidade do patrimônio líquido é negativa e nesse caso, apesar da insignificância estatística, o sinal do coeficiente também pode sugerir que os gestores manipularam os lucros das empresas na tentativa de diminuir-los.

Munhoz (2015) pesquisou cooperativas agropecuárias paranaenses no período de 2010 a 2013 e encontrou relação positiva, porém sem significância entre gerenciamento de resultados e desempenho. A autora afirma que os *accruals* discricionários seriam utilizados pelos administradores a fim de obter o

desempenho desejado, por meio da divulgação de uma rentabilidade superior à atingida no período.

Quanto à variável END, o resultado do coeficiente apresentou-se negativo em todos os modelos, contrariando a expectativa desta pesquisa, de que firmas mais endividadas são mais propensas a manipular lucros. Para o modelo POLS, a relação foi significativa a 10%. Cabe ressaltar que neste estudo calculou-se o endividamento geral, de maneira semelhante a Andrade (2008), pois de acordo com o autor, os credores, sejam de curto ou longo prazo possuem os mesmos interesses sobre os fluxos de caixa da empresa e de recebimento de juros. Pelo sinal do coeficiente, entende-se que os impactos do acréscimo de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas analisadas sobre os níveis de gerenciamento de resultados devem ser considerados, tendo em vista que o alto grau de endividamento pode não ter sido percebido como risco para os investidores, ou até mesmo como uma ameaça à rentabilidade e à solvência dessas organizações.

Uma das análises de Kouaib e Jarboui (2014) consistiu em segregar as empresas da amostra em “setor comercial” e “setor industrial”. Dessa forma, os autores obtiveram o mesmo resultado para essa variável em empresas do setor comercial.

A variável ADR foi significativa a 5% no modelo de Efeitos Aleatórios (RE) e o sinal de seu coeficiente ocorreu como esperado. Dessa forma, pode-se inferir que empresas que negociam ADR's são menos propensas a gerenciar seus lucros. Esse resultado também foi encontrado por Almeida (2011), que pesquisou a relação entre a prestação de serviços de consultoria por auditores independentes e o GR no período de 2006 a 2009.

Por fim, a variável GC apresentou relação negativa em todos os modelos e significância estatística no modelo POLS. Assim, os resultados sugerem que as companhias listadas nos segmentos especiais de governança corporativa

apresentaram valores menores de *accruals* discricionários, se comparadas com as companhias que não estavam listadas em nenhum desses segmentos. González e Meca (2013) também encontraram significância estatística e relação funcional dentro do esperado entre o gerenciamento de resultados e o índice de governança corporativa. Segundo os autores, quando um país implementa controles destinados a reduzir a corrupção ou melhorar a eficácia do governo, tais ações influenciam negativamente o GR, ou seja, mostra um aumento na qualidade e transparência da informação financeira emitida pelas empresas, mostrando assim uma redução de acumulações discricionárias (GONZÁLEZ; MECA, 2013 p. 419).

4.4 Síntese dos Resultados Obtidos

A partir da aplicação dos modelos econométricos explicados no tópico dedicado à metodologia, todas as hipóteses de pesquisa foram testadas, com a utilização do modelo para estimação da *proxy* para o gerenciamento de resultados: as acumulações discricionárias calculadas por meio do Modelo KS. O Quadro 6 resume os resultados obtidos para cada uma das hipóteses.

Quadro 6: Resultados encontrados para as hipóteses de pesquisa.

Hipóteses	Interpretação	Resultados
H1: A estrutura de propriedade concentrada é positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados no Brasil, devido à maior possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários e à menor profissionalização nas empresas.	Os resultados do modelo POLS sugerem a existência de relação negativa entre a variável CON e as acumulações discricionárias para o período de 2011 a 2014.	Aceita-se
H2: Um conselho de administração grande é considerado mais independente, portanto a propensão ao GR é menor.	Os resultados não mostraram relação significativa entre o tamanho do conselho e os níveis de gerenciamento de resultados.	Rejeita-se
H3: Quanto maior o número de conselheiros independentes, menores serão os conflitos de agência, diminuindo assim os níveis de GR.	A variável INDEP apresentou relação positiva para os três modelos de painel e significativa para o modelo de Efeitos Fixos (FE), no entanto, o sinal do coeficiente contrariou o esperado para esta pesquisa.	Rejeita-se
H4: Nas empresas em que o cargo de Diretor Executivo e presidente do Conselho de Administração são designados à mesma pessoa, espera-se uma propensão maior à prática do gerenciamento dos resultados contábeis.	Não foi observada relação significativa entre a variável DUAL, que diferencia as companhias em que os cargos de CEO e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa em nenhum dos períodos analisados.	Rejeita-se
H5: a efetividade do conselho aumenta a probabilidade de frequentes substituições do CEO, impactando negativamente nos níveis de GR.	Os resultados sugerem a existência de relação negativa e significativa entre a variável TURN e as acumulações discricionárias, indicando que as empresas que substituíram o diretor executivo no ano anterior ao de análise os níveis de gerenciamento foram menores.	Aceita-se

“continua”

Quadro 6 “conclusão”.

Hipóteses	Interpretação	Resultados
H6a: Quanto maior o tamanho da empresa, menor a propensão para o GR.	Os resultados encontrados para a variável TAM são negativos, porém, insignificantes estatisticamente.	Rejeita-se
H6b: Impulsionados a retratar o bom desempenho das empresas, os gestores são mais propensos a gerenciar resultados.	Observou-se uma relação significativa e negativa entre a variável ROA e as acumulações discricionárias nos modelos POLS e Efeitos Aleatórios (RE), enquanto a variável ROE não apresentou nenhuma relação estatisticamente significativa para nenhum modelo.	Rejeita-se
H6c: Empresas mais endividadas são mais propensas ao GR.	Contrariamente ao esperado, a relação entre o nível endividamento das empresas e a propensão à prática de GR mostrou-se negativa e significativa no modelo POLS.	Rejeita-se
H6d: Empresas que negociam ADR's e/ou são listadas em um dos NDGC estão sujeitas a boas práticas de governança corporativa, portanto, são menos propensas à prática de GR.	Observou-se somente no modelo de Efeitos Aleatórios (RE) que a variável ADR apresentou relação negativa com o GR. Com relação à variável GC, modelo POLS indicou que as empresas listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa são menos propensas a gerenciar resultados.	Aceita-se

Fonte: Elaborado pela autora (2016).

4.5 Testes Adicionais

Com o intuito de complementar a análise dos principais resultados encontrados nesta pesquisa, foram realizados testes de variância ANOVA. A finalidade desse teste é confrontar as médias das populações distintas (grupo 1 e grupo 2). Essa comparação busca encontrar diferenças significativas nas variâncias de cada grupo, examinando se esses são parecidos ou não, e se há influência de alguma variável nos grupos.

As análises confrontaram as médias de acumulações discricionárias das empresas nas seguintes situações: (i) empresas listadas ou não em um dos NDGC; (ii) pessoas distintas ou não ocupando os cargos de CEO e presidente do conselho; (iii) ocorrência ou não de troca do presidente do conselho; (iv) empresas que negociam ou não ADR's. Os resultados obtidos estão dispostos na Tabela 15.

Tabela 15: Resultados da ANOVA.

Painel A- Acumulações Discricionárias versus NDGC							
		N	Média	Desvio-Padrão	Erro Padrão	F	Sig.
2011	M.T.	21	-0,0200	0,20190	0,04406	0,668	0,417
	G.C.	35	0,0198	0,15970	0,02699		
	Total	56	0,0049	0,17598	0,02352		
2012	M.T.	21	-0,0152	0,17305	0,03776	0,258	0,613
	G.C.	35	0,0091	0,17299	0,02924		
	Total	56	0,0000	0,17184	0,02296		
2013	M.T.	21	-0,0076	0,12043	0,02628	0,186	0,668
	G.C.	35	-0,0463	0,39877	0,06740		
	Total	56	-0,0318	0,32239	0,04308		
2014	M.T.	21	0,0046	0,08849	0,01931	0,380	0,540
	G.C.	35	-0,0183	0,15594	0,02636		
	Total	56	-0,0097	0,13418	0,01793		
Painel B- Acumulações Discricionárias versus dualidade CEO							
		N	Média	Desvio-Padrão	Erro Padrão	F	Sig.
2011	P. D.	46	0,0207	0,17825	0,02628	2,127	0,151
	M. P.	10	-0,0680	0,15237	0,04818		
	Total	56	0,0049	0,17598	0,02352		
2012	P. D.	46	0,0034	0,17219	0,02539	0,102	0,751
	M. P.	10	-0,0159	0,17853	0,05646		
	Total	56	0,0000	0,17184	0,02296		
2013	P. D.	49	-0,0290	0,34317	0,04902	0,029	0,866
	M. P.	7	-0,0512	0,10030	0,03791		
	Total	56	-0,0318	0,32239	0,04308		
2014	P. D.	50	-0,0137	0,14014	0,01982	0,401	0,529
	M. P.	6	0,0232	0,06442	0,02630		
	Total	56	-0,0097	0,13418	0,01793		

“continua”

Tabela 15: “conclusão”.

Painel C- Acumulações Discricionárias versus Turnover do CEO							
		N	Média	Desvio-Padrão	Erro Padrão	F	Sig.
2011	S.T.	48	-0,0175	0,15631	0,02256	5,910	0,018
	C.T.	8	0,1390	0,23511	0,08312		
	Total	56	0,0049	0,17958	0,02352		
2012	S.T.	42	-0,0141	0,18824	0,02905	1,126	0,293
	C.T.	14	0,0422	0,10309	0,02755		
	Total	56	0,0000	0,17184	0,02296		
2013	S.T.	38	-0,0476	0,38245	0,06204	0,281	0,598
	C.T.	18	0,0017	0,12710	0,02996		
	Total	56	-0,0318	0,32239	0,04308		
2014	S.T.	43	0,0087	0,13708	0,02091	3,672	0,061
	C.T.	13	-0,0708	0,10723	0,02974		
	Total	56	-0,0097	0,13418	0,01793		
Painel D- Acumulações Discricionárias versus Emissão de ADR's							
		N	Média	Desvio-Padrão	Erro Padrão	F	Sig.
2011	Sem ADR's	44	-0,0228	0,16516	0,02490	5,508	0,023
	Com ADR's	12	0,1065	0,18405	0,05313		
	Total	56	0,0049	0,17598	0,02352		
2012	Sem ADR's	44	0,0006	0,18619	0,02807	0,003	0,958
	Com ADR's	12	-0,0024	0,11012	0,03179		
	Total	56	0,0000	0,17184	0,02296		
2013	Sem ADR's	44	-0,0501	0,35560	0,05361	0,662	0,419
	Com ADR's	12	0,0356	0,13800	0,03984		
	Total	56	-0,0318	0,32239	0,04308		
2014	Sem ADR's	44	-0,0224	0,14579	0,02198	1,857	0,179
	Com ADR's	12	0,0367	0,06280	0,01813		
	Total	56	-0,0097	0,13418	0,01793		

Legenda: M.T. (Mercado Tradicional)/ G. C. (Governança Corporativa); P. D. (Pessoas Diferentes)/ M. P. (Mesma Pessoa); S. T. (Sem Troca)/ C. T (Com Troca)

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Verifica-se na Tabela 19 que somente foram encontradas diferenças significativas entre as médias de *accruals* discricionários para a variável *turnover* do CEO nos períodos de 2011 e 2014 a 5%, e para a variável ADR, no período de 2011, também a 5%. Para as variáveis GC e DUAL não foram encontradas diferenças significativas entre as médias de *accruals* discricionários em nenhum período. Os níveis de significância do teste ANOVA que foram

superiores a 5% confirmam a hipótese de que as médias dos dois grupos são iguais.

Desta forma, conclui-se que não há diferença no nível de gerenciamento de resultado das empresas que estão listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado, assim como aquelas em que os cargos de presidente executivo e presidente do conselho são ocupados por pessoas distintas. A seguir, são apresentadas as conclusões do estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa, buscou-se identificar se os conselhos de administração, estruturados em consonância com as normas de governança corporativa previstas pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, constituem mecanismos capazes de restringir a prática de gerenciamento de resultados em empresas abertas brasileiras, nos períodos de 2011 a 2014. Especificamente, objetivou-se verificar se o tamanho da firma, os níveis de desempenho, de endividamento, a emissão de ADR's e a listagem em um dos segmentos especiais de governança corporativa atenuam a prática de gerenciamento de resultados.

Para tanto, obtiveram-se as informações sobre a composição do conselho nos relatórios de administração das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Posteriormente, foram estimadas as acumulações discricionárias por meio do Modelo KS para as companhias que divulgaram os dados contábeis necessários para tal estimação.

Sobre o perfil das empresas, com relação à composição do conselho de administração, identificou-se que, em média, elas apresentam uma quantidade total de membros dentro do número recomendado pelo código de governança corporativa. Com esses resultados é possível perceber a preocupação dessas empresas em seguir as recomendações propostas.

Quanto à independência do conselho, o percentual médio de conselheiros não executivos da companhia se manteve ao longo dos anos. Ressalta-se que esta variável foi considerada como quantitativa e mesmo que o conselheiro não tenha vínculo empregatício, o mesmo pode estar no cargo por laços comerciais, de amizade ou até mesmo familiares, o que pode afetar sua independência.

Com relação à necessidade que pessoas distintas ocupem os cargos de presidente do conselho e diretor executivo, observou-se que as empresas estão inclinadas em seguir a recomendação legal.

Sobre a rotatividade no cargo de presidente executivo, identificou-se que com relação ao ano de 2011 estas substituições se tornaram mais frequentes. A inclusão dessa variável foi motivada pela influência que este pode exercer sobre as decisões do conselho, dada a representatividade do cargo na organização.

Esta pesquisa permitiu identificar ainda a tendência de que empresas maiores tenham maior número de conselheiros, além de um percentual maior de conselheiros independentes. Esses resultados mostram que, de maneira geral, as organizações tendem a seguir o perfil de conselho administrativo recomendado pelos códigos de governança corporativa, o que demonstra o interesse em manter relação harmoniosa com os pequenos investidores. E essa tendência pode trazer benefícios como novas fontes de financiamento a custos relativamente baixos e contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Apesar dessas evidências, os resultados obtidos a partir da análise de painel de dados apontaram que as características da composição do conselho, no que tange ao seu tamanho e à dualidade de cargos ainda não foram suficientes para que de fato fossem considerados fatores capazes de inibir a prática discricionária nas empresas estudadas. Com relação à independência, constatou-se que a presença de conselheiros externos é percebida como fator que pode incentivar a prática de gerenciamento de resultados, isso porque de acordo com o que foi comentado anteriormente, a independência do conselheiro pode ser questionada e este indivíduo pode ser conivente com a prática discricionária em nome dos laços que o levaram a conquistar o cargo.

O *turnover* do presidente executivo da empresa mostrou-se negativamente associado com os níveis de gerenciamento de resultados. Esse resultado mostra que a rotatividade desse cargo é um fator favorável para que os

conselheiros possam monitorar as atividades do CEO e evitar que este possa interferir nas decisões do conselho.

Embora a estrutura de propriedade brasileira ser pouco profissionalizada e pouco pulverizada, se comparada ao modelo norte americano, diferentemente do esperado a concentração de capital apresentou uma relação negativa com os níveis de gerenciamento de resultados.

Em termos de variáveis de controle, apenas as variáveis tamanho e rentabilidade do patrimônio líquido não apresentaram nenhuma relação significativa com a prática discricionária. As demais indicaram que a rentabilidade do ativo, o grau de endividamento, a emissão de ADR's e a participação em um dos níveis diferenciados de governança corporativa possuem relação negativa com o gerenciamento de resultados. Essas evidências sugerem que as características individuais das empresas devem ser levadas em consideração em possíveis readequações do código de governança corporativa.

Ressalta-se que esta pesquisa não teve o objetivo de comparar a força de estimação das acumulações discricionárias por meio dos três modelos utilizados, tampouco a sua validade teórica e empírica, mas testar as hipóteses de pesquisas por meio da mensuração das acumulações discricionárias, que são a *proxy* para o gerenciamento de resultados.

Assim, os resultados desta pesquisa devem ser analisados com cautela, uma vez que foram encontradas as limitações já discutidas, além das limitações estatísticas observadas em algumas estimações, no decorrer do tratamento dos dados.

Quanto à divergência nos resultados desta pesquisa, quando comparados aos resultados encontrados pelas pesquisas internacionais, a literatura aponta inúmeros fatores que explicam os diferentes impactos proporcionados pela formação do conselho de administração em diferentes regiões ou países. Dentre os fatores apontados, destacam-se o sistema legal do país, o desenvolvimento

econômico e político, a importância do mercado de capitais e o nível de educação contábil.

Existem incentivos internos e externos às companhias para a manipulação de lucros, assim, é importante mencionar que o Brasil está inserido no sistema jurídico denominado *Code law*, apontado na literatura como sistema que apresenta maiores indícios de gerenciamento de resultados, por não apresentarem mecanismos fortes de proteção aos investidores, com relação aos países com sistema legal baseados no *Common law*, sistema que tem como característica baixos índices de suavização de resultados.

Desta forma, conclui-se que a efetividade do conselho e a qualidade das informações contábil-financeiras dependem da criação de políticas de proteção ao investimento público e privado voltadas para o mercado de ações, garantindo proteção aos fornecedores de capital por meio do uso de boas práticas de governança corporativa, visando sempre à melhoria continuada na qualidade da informação contábil.

Sugere-se para pesquisas futuras a utilização de outros modelos para estimação das acumulações discricionárias, assim como uma análise mais aprofundada relacionada ao Conselho de Administração, com inclusão de outras variáveis qualitativas que podem impactar os níveis de gerenciamento de resultados, como por exemplo, a existência de acordo entre os acionistas, o número de reuniões do conselho, a remuneração, a participação de lucros dos conselheiros e a classificação setorial das empresas.

Vale ressaltar que acionistas, gestores, entidades governamentais, empresas de auditoria e demais *stakeholders* pautam suas decisões com base nas informações disponibilizadas pelas companhias; os resultados encontrados por esta pesquisa podem ser de grande relevância a todos os agentes econômicos envolvidos no mercado de capitais, seja de forma direta ou indireta.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, D. M.; BEZERRA, F. A.. A influência do fluxo de caixa operacional no gerenciamento de resultados em empresas de construção. **Revista Base (Administração e Contabilidade)**, [s.l.], v. 9, n. 3, p.228-238, 2012.

ALMEIDA, F. L. de. **Prestação de serviços de consultoria por auditores independentes: há reflexos no gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto?**. 2011. 195 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Ciências Contábeis, Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2011.

ALMEIDA, R. S. de; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F.. Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil. **Revista de Administração da Unimep**, [s.l.], v. 11, n. 1, p.156-180, 30 abr. 2013.

ALVES, S. M. G.. The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. **Journal of Financial Reporting And Accounting**, [s.l.], v. 9, n. 2, p.141-160, 25 out. 2011.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004. 412 p.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011. 600 p.

ANDRADE, L. P. et al. Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração em relação com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 4, p.4-31, 2009.

ANDRADE, L. P. **Governança Corporativa: Estrutura dos conselhos de administração e sua relação com o valor de mercado e com o desempenho das**. 2008. 98 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Administração, Departamento de Administração e Economia, Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2008.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. **Mecanismos de alavancagem do poder de voto, efetividade do conselho de administração e o**

desempenho financeiro das empresas brasileiras. 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/vencedor_Academia__1o_Lugar_2014.pdf>. Acesso em: 26 nov. 2014.

BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência:** um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores. 2012. 79 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Administração, Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

BAPTISTA, E. M. B. **Análise do perfil das empresas segundo o nível de gerenciamento de resultados.** 2008. 304 f. Tese (Doutorado) - Curso de Doutorado em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property.** New Brunswick: Transaction Publishers, 1991. 426 p.

BORNEMANN, S. et al. Earnings baths by CEO's during turnovers: empirical evidence from German savings banks. **Journal of Banking and Finance**, [s.l.], v. 53, p.188-201, abr. 2015.

BRAGA, A.; BRAGA, D. G. Necessidade informacional e influências da gestão de custos interorganizacionais em governança e cus: um estudo de casos. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 18., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: CBC, 2011. p. 1 - 16.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. **Altera e Revoga Dispositivos da Lei Nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976,**; e da Lei nº 6.835, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedade de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília: Diário Oficial da União, dez. 2007.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A.. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças- USP**, São Paulo, v. 24, n. 62, p.142-153, maio 2013.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 41, n. 4, p.369-380, out. 2006.

CARDOSO, R. L. **Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro.** 2005. 154 f. Tese (Doutorado) - Curso de Doutorado em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

CATAPAN, A.; CHEROBIM, A. P. M. S.. Estado da arte da Governança Corporativa: estudo bibliométrico nos anos de 2000 a 2010. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, [s.l.], v. 9, n. 1-2, p.207-230, 2010. Anual.

CHI, C. W. et al. Family firms and earnings management in Taiwan: influence of corporate governance. **International Review of Economics & Finance**, [s.l.], v. 36, n. 1, p.88-98, mar. 2015.

CLAESSENS, S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 57, n. 6, p.2741-2771, dez. 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P.. The separation of ownership structure and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 58, n. 1-2, p.81-112, 2000.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Econômica**, [s.l.], v. 4, n. 16, p.386-405, nov. 1937.

COLOMBO, J. A.; TERRA, P. R. S. Juros sobre capital próprio, estrutura de propriedade e destruição de valor: Evidências no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 40., 2012, Porto de Galinhas. **Anais...** Porto de Galinhas: ANPEC, 2012. p. 1 - 20.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Governança corporativa.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 mar. 2015.

RIO DE JANEIRO. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº001. **Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas. Rio de Janeiro 2007.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sep/anexos/oc-sep-0107.pdf>>. Acesso em: 26 mar. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2013.

CORENETT, M. M.; MARCUS, A. J.; TEHRANIAN, H.. Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 87, n. 2, p.357-373, 2008.

DEANGELO, L. E. Accounting numbers and market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **Accounting Review**, [s.l.], v. 61, n. 3, p.400-420, jul. 1986.

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. **Accounting Horizons**, [s.l.], v. 14, n. 2, p.235-250, jun. 2000.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **Accounting Review**, [s.l.], v. 70, n. 2, p.193-225, abr. 1995.

DIMITROPOULOS, P. E.; ASTERIOU, D.. The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece. **Research In International Business And Finance**, [s.l.], v. 24, n. 2, p.190-205, jun. 2010.

FAGUNDES, J. **Economia Institucional: custos de transação e impactos sobre a política de defesa da concorrência**. Rio de Janeiro: Texto Para Discussão, 1997. (407).

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C.. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p.301-325, 1983.

FARIAS, F. Principais impactos da Sarbanes Oxley Act. **Contexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, p.1-12, 2004.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 544 p.

FERREIRA, R. N. et al. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie**, [s.l.], v. 14, n. 4, p.134-164, ago. 2013.

GABRIEL, F.; SILVEIRA, A. D. M.. Qualidade da informação contábil e análise de sua relação com a estrutura de governança corporativa das firmas no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011. p. 1 - 16.

GALDI, F. C.; MENEZES, R. M.. Estrutura de propriedade e as relações com o valor e desempenho das empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010. p. 1 - 16.

GONCHAROV, I.; ZIMMERMAN, J. Do Accounting Standards Influence the Level of Earnings Management? Evidence from Germany. **SSRN Electronic Journal**, [s.l.], p.1-29, 2006. Social Science Electronic Publishing. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.386521>. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=386521>. Acesso em: 22 maio 2015.

GONZÁLEZ, J. S.; MECA, E. G. Does Corporate Governance influence earnings management in latin american markets? **Journal of Business Ethics**, [s.l.], v. 121, n. 3, p.419-440, maio 2014.

GRÜN, R.. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, [s.l.], v. 18, n. 52, p.139-161, jun. 2003.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C.. **Econometria Básica**. 5. ed. [s.l.]: Bookman, 2011. 920 p.

HARRIS, J. D. What's wrong with executive compensation? **Journal of Business Ethics**, [s. l.], v. 85, n. 2, p.147-156, 2009.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M.. A review of the earnings management literature and it's implications for standard setting. **Accounting Horizons**, [s.l.], v. 13, n. 4, p.147-156, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2015. (5).

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. (Org.). **Teoria avançada da Contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2012. 300 p.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 3, n. 4, p.305-360, out. 1976.

JONES, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, [s.l.], v. 29, n. 2, p.193-228, 1991.

KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHNAN, K.. Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach. **Journal of Accounting Research**, [s.l.], v. 33, n. 2, p.353-367, 1995.

KLANN, R. C. **Gerenciamento de Resultados**: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas após a adoção das IFRS. 2011. 371 f. Tese (Doutorado) - Curso de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2011.

KLANN, R. C.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Impacto das diferenças entre normas contábeis brasileiras e americanas nos indicadores de desempenho de empresas brasileiras com ADR's. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 6, n. 2, p.154-173, 2009.

KLANN, R. C.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Impacto das diferenças entre normas contábeis brasileiras e americanas nos indicadores de desempenho de empresas brasileiras com ADR's. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 6, n. 2, p.154-173, maio/ago. 2009.

KOUAIB, A.; JARBOUI, A. External audit quality and ownership structure: interaction and impact on earnings management of industrial and commercial Tunisian sectors. **Journal of Economics Finance and Administrative Science**, [s.l.], v. 19, n. 37, p.78-89, dez. 2014.

LAPORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 58, n. 1-2, p.3-27, jan. 2000.

LEITE, F. T.. **Metodologia Científica**: Métodos e Técnicas de Pesquisa (monografia, Dissertações, Teses e Livros). Aparecida: Ideias e Letras, 2008. 320 p.

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

MARRA, A.; MAZZOLA, P.; PRENCIPE, A. Board Monitoring and Earnings Management Pre- and Post-IFRS. **The International Journal of Accounting**, [s.l.], v. 46, n. 2, p.205-230, jun. 2011.

MARTINEZ, A. L. Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados?: Evidências empíricas para empresas brasileiras. **Revista de Informação Contábil**, [s. l.], v. 4, n. 1, p.76-93, 2010.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 250 p.

MARTNEZ, A. L. **Gerenciamento de Resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 153 f. Tese (Doutorado) - Curso de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MORCK, R. Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil's advocate. **Journal of Management and Governance**, [s.l.], v. 12, n. 2, p.179-200, maio 2008.

MOREIRA, R. L. et al. A importância da informação contábil no processo de tomada de decisão nas micro e pequenas empresas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s.l.], v. 10, n. 19, p.119-140, 2013.

MUNHOZ, T. R. **Gerenciamento de resultados em cooperativas agropecuárias do estado do Paraná**. 2015. 85 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.

PADOVEZE, C. L. et al. Objeto, objetivos e usuários das Informações Contábeis. **Revista de Administração da Unimep**, [s. l.], v. 2, n. 2, p.77-102, 2004.

PAE, J. Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [s.l.], v. 24, n. 1, p.5-22, fev. 2005.

PARRA FILHO, D.; SANTOS, J. A. **Metodologia Científica**. 2. ed. [s. l.]: Cengage, 2012. 272 p.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados.** 2007. 2 v. Tese (Doutorado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PAULO, E.; MARTINS, E.. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** . Rio de Janeiro: Anpad, 2007. p. 1 - 16.

PICCOLI, M. R.; CUNHA, P. R. Relação entre o board interlocking e o gerenciamento de resultados. In: CONGRESSO ANPCONT, 9., 2015, Curitiba. **Anais...** Curitiba: Anpcont, 2015. p. 1 - 17.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. **Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico.** 2. ed. Novo Haburgo: Feevale, 2013. 276 p.

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança Corporativa e Gerenciamento de resultados contábeis. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** . Salvador: Anpad, 2006. p. 1 - 15.

REZENDE, G. P.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, [s.1.], v. 8, n. 1, p.06-21, 30 jan. 2012.

RODRIGUES, A. Gerenciamento dos Resultados Contábeis Através de Receitas e Despesas Não Operacionais: Estudo Empírico Das Companhias “Nível 1” – Bovespa. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 1, p.1-14, 2007.

RODRIGUES, L. F. **Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012..** 2013. 101 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pósgraduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Brasília, 2013.

SCHIPPER, K. Earnings Management. **Accounting Horizons**, [s. 1.], v. 3, n. 4, p.91-102, dez. 1989.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 52, n. 2, p.737-783, jun. 1997.

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate Governance index, firma valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, São Paulo, v. 3, n. 1, p.1-18, 2005.

SILVA, P. Y. C. **Gerenciamento de resultados**: estudo empírico em empresas brasileiras e portuguesas antes e após a adoção das IFRS. 2014. 195 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2014.

SILVA, S. P. **Auditoria independente no Brasil**: evolução de 1997 a 2008 e fatores que podem influenciar a escolha de um auditor pela empresa auditada. 2010. 147 f. Tese (Doutorado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. 2. ed. [s. l.]: Elsevier, 2015. 400 p.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa**: Desempenho e valor da empresa no Brasil. 3. ed. São Paulo: Saint Paul, 2009. 184 p.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, [s.l.], v. 49, n. 2, p.322-338, 2014.

SOON, K. W. K. **Earnings Management**: is it good or bad?. 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1775400>. Acesso em: 24 out. 2015.

SOUZA, J. P. **O papel da governança corporativa na modernização pública:** um estudo no SERPRO. 2009. 72 f. Monografia (Especialização) - Curso de Programa de Pós Graduação em Administração, Universidade de Brasília, Brasília, 2009.

SUN, J.; LAN, G.; LIU, G. Independent audit committee characteristics and real earnings management. **Managerial Auditing Journal**, [s.l.], v. 29, n. 2, p.153-172, 3 fev. 2014.

VIANA, L. P. **Modelos de detecção de manipulação de resultados.** Disponível em: <<http://nrhomem.no.sapo.pt/modelosEM.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2015.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence. **The Journal of Law & Economics**, [s. l.], v. 26, n. 3, p.613-633, out. 1983.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução a Econometria:** uma abordagem moderna. 4. ed. [s. L.]: Thomsom, 2013. 725 p.

WILLIAMSON, O. E. **The economics institutions of capitalism:** firms, markets, relational contracting. Nova York: The Free Press, 1985.

WU, Y. C. et al. The impact of earnings management. **Economic Modelling**, [s. l.], v. 53, n. 1, p.156-165, 2016.

XIE, B.; DAVIDSON, W. N.; DADALT, P. J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of Corporate Finance**, [s.l.], v. 9, n. 3, p.295-316, jun. 2003.