



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
GESTÃO FINANCEIRA E CONTROLADORIA**

**FATORES DETERMINANTES DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
EM ESTATAIS BRASILEIRAS**

NADJARA DAVI SILVA

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Fernanda Maciel Peixoto

**UBERLÂNDIA
2017**

NADJARA DAVI SILVA

**FATORES DETERMINANTES DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
EM ESTATAIS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Fernanda Maciel Peixoto

UBERLÂNDIA
2017

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia

Valder Steffen Júnior

Diretora da Faculdade de Gestão e Negócios

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação

Cíntia Rodrigues de Oliveira Medeiros

NADJARA DAVI SILVA

**FATORES DETERMINANTES DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
EM ESTATAIS BRASILEIRAS**

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, linha de pesquisa Gestão Financeira e Controladoria e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia.

Uberlândia, 27 de novembro de 2017.

Banca examinadora:

Prof. Dr^a. Fernanda Maciel Peixoto – Orientadora
Universidade Federal de Uberlândia

Prof^a. Dr^a. Catarine Palmieri Pitangui Tiziotti – Coorientadora
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Robert Aldo Iquiapaza
Universidade Federal de Minas Gerais

*Aos meus queridos pais, Almir Davi
Pinto e Maria do Carmo Silva Davi*

AGRADECIMENTOS

Sobretudo, a Deus, por ter me concedido a benção de desenvolver este trabalho.

À minha família, por sempre estar ao meu lado, pela assistência e pelo incentivo que sempre me deram para estudar.

Aos meus colegas de trabalho, pelo incentivo e apoio que me deram ao longo da minha jornada no mestrado.

Aos docentes do mestrado em gestão organizacional, que contribuem transmitindo seus conhecimentos para formar novos mestres.

Aos professores com quem tive a oportunidade de trabalhar enquanto mestrandas: Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira, Prof. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, Prof. Dr. Valdir Machado Valadão Júnior, Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias, Prof. Dra. Fernanda Maciel Peixoto e Prof. Dr. Cristiano Augusto Borges Forti.

Em especial, às Professoras Dras. Fernanda Maciel Peixoto e Catarine Palmieri Pitangui Tizziotti, pela orientação e coorientação dadas a mim para a realização deste trabalho.

À equipe de técnicos administrativos da secretaria do mestrado, por serem tão solícitos.

Aos meus colegas do mestrado, pelas contribuições dadas aos trabalhos que desenvolvi ao longo do curso e pelo companheirismo.

*O saber a gente aprende com os mestres e os livros.
A sabedoria se aprende é com a vida e com os humildes.*

Cora Coralina

RESUMO

As informações contábeis podem ser manipuladas de forma a alterar a percepção dos acionistas minoritários acerca da expropriação por eles sofrida. Considerando que os acionistas minoritários de empresas controladas pelo governo podem ter suas riquezas expropriadas em decorrência do oportunismo de políticos e burocratas (SHLEIFER, 1998; SHLEIFER; VISHNY, 1994), tendo em vista os casos de corrupção ocorridos no Brasil envolvendo estatais brasileiras, e considerando que os conselhos de administração têm como uma de suas atribuições reduzir a assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*, este estudo foi desenvolvido com os seguintes objetivos: (a) analisar o gerenciamento de resultados em empresas controladas pelo governo; (b) investigar a relação entre gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle; (c) analisar algumas características dos conselhos de administração de empresas estatais; e (d) analisar como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados. As análises foram feitas por meio de testes não paramétricos e pela aplicação de modelos de regressão múltipla com dados em painel. Para alcançar os objetivos (a) e (b), o estudo abrangeu os anos de 2006 a 2015, considerando uma amostra composta por 250 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa, das quais foram identificadas 26 empresas de controle estatal. Como métrica do gerenciamento de resultados, foram adotados os *accruals* discricionários, apurados conforme o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995). Os resultados dos testes não paramétricos apontaram maior concentração de controle nas empresas estatais, bem como maior excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade detidos pelos maiores acionistas dessas empresas. As empresas de controle estatal apresentaram tendência às práticas de *income increasing*. Tal resultado persistiu mesmo após controlar pela adoção às normas internacionais de contabilidade (IFRS). Com relação aos objetivos (c) e (d), as características dos conselhos de administração analisadas no estudo foram as seguintes: existência de comitê de auditoria; presença do CEO no conselho; acumulação dos cargos de CEO e presidente do conselho pela mesma pessoa; independência; tamanho; e quantidade anual de reuniões. Tais características foram coletadas do Formulário de Referência (FR) da Comissão de Valores Mobiliários, abrangendo os anos de 2010 a 2015. Para esse período, a amostra abrangeu 201 empresas, sendo 25 de controle estatal. Os resultados dos testes não paramétricos indicaram que os conselhos das estatais são menos independentes, maiores e se reúnem com maior frequência. A presença do CEO no conselho de administração foi mais observada em empresas de controle estatal. Porém, os CEOs dessas empresas não costumaram assumir a presidência dos conselhos. Poucas observações constataram a existência de comitês de auditoria. Os resultados evidenciam a necessidade de tornar os conselhos das empresas analisadas mais independentes, principalmente das estatais, visto que a independência dos conselhos reduz as oportunidades para as práticas de gerenciamento de resultados.

Palavras-chave: Controle Estatal, Gerenciamento de Resultados, Estrutura de Propriedade e Controle, Conselho de Administração.

ABSTRACT

The accounting information can be manipulated to hamper minority shareholders' perception about the expropriation of their resources. Considering (i) that State-Owned Enterprises' (SOEs) minority shareholders can have their wealth expropriated as a result of the opportunistic behavior of politicians and bureaucrats (SHLEIFER, 1998; SHLEIFER; VISHNY, 1994), (ii) that Brazil has seen a high number of corruption scandals involving SOEs, and (iii) that one of the duties of the board of directors is to reduce information asymmetry between insiders and outsiders, this research carried out the following goals: (a) to analyze the earnings management in Brazilian SOEs; (b) to analyze the relation between practices of earnings management and ownership structure; (c) to analyze characteristics of some SOEs' boards of directors; and (d) to analyze how these characteristics are related with earnings management. These analyses were made through non-parametric tests and regression models with panel data. To achieve goals (a) and (b), this research covered the period from 2006 to 2015, with a sample of 250 non-financial companies listed by BM&FBovespa, out of which 26 were state-controlled enterprises. The metrics for earnings management were discretionary accruals estimated using Kang and Sivaramakrishnan's (1995) model. The results of non-parametric tests showed that the ownership structure is more concentrated in SOEs, and that control rights significantly overweight cash flow rights. SOEs tend to practice income increasing, and this result has persisted even after the adoption of the International Financial Reporting Standards (IFRS). Regarding the goals (c) and (d), the characteristics of the boards of directors analyzed were the existence of an audit committee; the CEO's participation in the board of directors; the accumulation of positions by the same person, such as CEO and board chairman; independence; size; and annual frequency of meetings. These characteristics were collected from the Reference Form (FR) available at the Brazilian Security Exchange Commission (CVM) website, covering the period from 2010 to 2015. The sample consisted of 201 companies, out of which 25 were state-controlled companies. Results from non-parametric tests showed less independence of SOEs' boards of directors, as well as higher size and annual frequency of meetings. The presence of the CEO in the board of directors was more frequent in state-controlled companies. However, SOEs' CEOs do not usually occupy the chairman position in the board. Few observations indicated the existence of audit committees. The results showed the need of Brazilian boards of directors to become more independent, mainly those of SOEs, since this independency reduces earnings management.

Keywords: State-owned Enterprise, Earnings Management, Ownership Structure, Board of Directors.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1.1 Estrutura da Dissertação.....	18
Figura 2.1 Variação percentual do PIB brasileiro	36
Figura 2.2 Modelo empírico I: gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle	41
Figura 3.1 Modelo empírico II: gerenciamento de resultados e conselho de administração ..	69
Quadro 2.1 Variáveis abordadas no estudo	39
Quadro 3.1 Características dos conselhos abordadas no estudo	64

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 Regressão modelo KS (1995) de apuração dos <i>accruals</i> discricionários	42
Tabela 2.2 Estatísticas descritivas por tipo de controle	43
Tabela 2.3 Teste de normalidade de Shapiro-Wilk para os accruals discricionários, percentual de direito de controle e excedente sobre o direito de propriedade	44
Tabela 2.4 Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para os accruals discricionários, percentual de direito de controle dos três maiores acionistas e excedente sobre o direito de propriedade	45
Tabela 2.5 Correlação das variáveis	46
Tabela 2.6 Resultados dos modelos econôméticos 2.3 e 2.4.....	49
Tabela 3.1 Regressão modelo KS (1995) de apuração dos accruals discricionários	70
Tabela 3.2 Estatísticas descritivas por tipo de controle	71
Tabela 3.3 Dualidade de cargos por tipo de controle	72
Tabela 3.4 Participação do diretor presidente no conselho por tipo de controle.....	72
Tabela 3.5 Existência de comitê de auditoria por tipo de controle.....	73
Tabela 3.6 Teste de normalidade de Shapiro-Wilk para as variáveis quantitativas dos conselhos de administração	73
Tabela 3.7 Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para as variáveis quantitativas dos conselhos de administração.....	74
Tabela 3.8 Correlação das variáveis	76
Tabela 3.9 Resultados dos modelos econôméticos 3.2 e 3.3.....	80

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO	15
1.1. Contextualização do tema de pesquisa	15
1.2. Objetivos e problemas de pesquisa.....	15
1.3. Relevância do estudo	16
1.4. Estrutura do trabalho	17
CAPÍTULO 2: CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM ESTATAIS BRASILEIRAS	19
2.1. Introdução	19
2.2. Referencial Teórico	21
2.2.1. Concentração acionária e identidade do controlador: quando o Governo é o maior acionista	21
2.2.2. Gerenciamento de resultados e a qualidade das informações contábeis	23
2.2.3. Estudos Empíricos sobre Gerenciamento de Resultados.....	25
2.2.4. Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle: Hipóteses de pesquisa	29
2.3. Metodologia.....	32
2.3.1. Definição das Variáveis do Estudo.....	32
2.3.2. Modelo de pesquisa e aspectos econôméticos	40
2.4. Apresentação e Análise dos Resultados	41
2.5. Considerações Finais	50
CAPÍTULO 3: CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM ESTATAIS BRASILEIRAS	52
3.1. Introdução	52
3.2. Referencial Teórico	53
3.2.1. O Conselho de Administração como Mecanismo de Controle Interno	53
3.2.2. Conselho de Administração e Gerenciamento de Resultados: estudos prévios ..	55
3.2.3. Conselho de Administração e Gerenciamento de Resultados: Hipóteses de pesquisa	60
3.3. Metodologia.....	62
3.3.1. Variável dependente: <i>Accruals</i> discricionários	62
3.3.2. Variáveis Explanatórias de Interesse	63
3.3.3. Variáveis explanatórias de controle.....	65

3.3.4. Modelo de pesquisa e aspectos econométricos	68
3.4. Apresentação e Análise dos Resultados	70
3.5. Considerações Finais	81
CAPÍTULO 4: CONCLUSÕES	84
REFERÊNCIAS	88
Apêndice A: Empresas controladas pelo governo por ano de pesquisa	97
Apêndice B: Fração de winsorização dos <i>outliers</i>	99

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização do tema de pesquisa

Em países que oferecem fraca proteção legal aos acionistas minoritários, como é o caso do Brasil, as práticas de governança corporativa são relevantes para o valor das empresas (FERNANDES; NOVAES, 2017). Além da fraca proteção legal aos acionistas minoritários, o mercado brasileiro caracteriza-se pela alta concentração de controle nas mãos de poucos acionistas (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005; BREY et al, 2014; CAIXE; KRAUTER, 2013; LEAL; CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, 2002; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015), fatores esses que, de acordo com Shleifer e Vishny (1997), condicionam aos acionistas majoritários incorrerem na expropriação de riqueza dos minoritários.

Quando o acionista controlador é o governo, os agentes públicos podem intervir na gestão das empresas para alcançar interesses políticos e pessoais, expropriando os acionistas minoritários (BREY et al, 2014; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2015; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Por conseguinte, para distorcer a percepção de riscos de expropriação por parte dos acionistas minoritários, os grandes investidores podem manipular as informações contábeis, incorrendo no gerenciamento de resultados.

Conforme Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores se utilizam de julgamento nas demonstrações financeiras com a finalidade de induzir os *stakeholders* a erros quanto à situação econômica concernente ao desempenho da empresa, ou para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis.

Considerando que uma das atribuições dos conselhos de administração é monitorar a qualidade das informações contábeis, de forma a assegurar que as mesmas representem clara e fidedignamente a situação econômica, financeira e patrimonial da organização (IBGC, 2015), compete ao mesmo reprimir as práticas de gerenciamento de resultados (RAN et al, 2015; VAFAEAS, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003).

1.2. Objetivos e problemas de pesquisa

Considerando a fraca proteção legal oferecida aos investidores do mercado brasileiro, a alta concentração de propriedade e controle, os riscos de expropriação a que estão sujeitos os investidores minoritários de empresas controladas pelo governo, bem como os escândalos de corrupção envolvendo estatais brasileiras e agentes públicos, a presente pesquisa buscou

responder às seguintes questões: Qual é o comportamento do gerenciamento de resultados em empresas controladas pelo governo? Empresas estatais e não estatais com maior concentração de propriedade e controle gerenciam mais resultados? Quais são as características dos conselhos de administração das empresas estatais? Como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados?

Alinhados a essas questões, este estudo envolveu os seguintes objetivos: (a) analisar o gerenciamento de resultados em empresas controladas pelo governo; (b) investigar a relação entre gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle; (c) analisar algumas das características dos conselhos de administração de empresas estatais; e (d) analisar como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados.

Para o alcance dos objetivos propostos, foram adotadas as etapas metodológicas elencadas a seguir: (1) selecionar as empresas listadas na BM&FBovespa; (2) identificar aquelas de controle estatal; (3) comparar os níveis de gerenciamento de resultados entre as empresas estatais e as não estatais; (4) comparar a concentração acionária entre estatais e não estatais; (5) analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e o controle estatal; (6) analisar a relação entre gerenciamento de resultados e concentração de propriedade e controle em estatais e não estatais; (7) identificar algumas das características dos conselhos de administração das empresas da amostra; (8) comparar tais características entre empresas de controle estatal e aquelas de controle privado; e (9) analisar a relação entre cada uma dessas características com o gerenciamento de resultados.

1.3. Relevância do estudo

Os casos de corrupção envolvendo agentes políticos e empresas estatais brasileiras têm repercutido nacional e mundialmente, lançando aos investidores dúvidas acerca do quanto bem governadas são essas empresas. Por sua vez, a relevância desta pesquisa fundamenta-se na abordagem da governança corporativa em empresas controladas pelo governo.

No Brasil, os estudos que analisaram a governança em empresas estatais focaram em diversos aspectos. Alguns fizeram uma análise descritiva da participação do governo no mercado de capitais (BREY et al, 2014; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2014), enquanto outros focaram no ativismo do governo como acionista controlador (CARVALHO, 2014; FERNANDES; NOVAES, 2017), na proteção aos acionistas minoritários (FERNANDES; NOVAES, 2017), na qualidade das informações contábeis (BORGES; MARTINS, 2015;

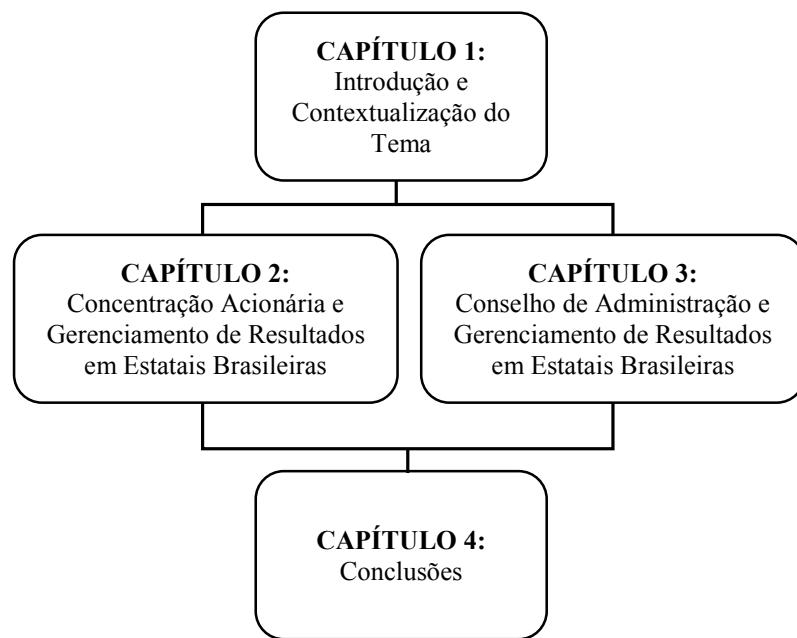
RODRIGUES et al, 2016), nos custos de agência, na concentração de controle e no tamanho dos conselhos de administração (GOTAÇ; MONTEZANO; LAMEIRA, 2015).

Esta pesquisa contribui ao complementar tais estudos, fazendo uma análise ampla, em que diferentes aspectos da governança corporativa de empresas controladas pelo governo são abordados, tais como a estrutura de propriedade e controle (identidade do acionista controlador - governo, concentração de controle e excedente dos direitos de controle sobre os direitos de propriedade dos maiores acionistas), as características dos conselhos de administração (tamanho, independência, existência de comitê auditoria, participação do *Chief Executive Officer* (CEO) no conselho, exercício dos cargos de CEO e presidente do conselho pelo mesmo indivíduo, frequência anual de reuniões) e a transparência, que é inversamente relacionada ao gerenciamento de resultados.

1.4. Estrutura do trabalho

O presente trabalho está estruturado em quatro capítulos. Sendo este o Capítulo 1, o qual introduz de forma sintetizada os temas que serão tratados nos capítulos subsequentes. O Capítulo 2 analisa a relação entre gerenciamento de resultados e controle estatal e entre o gerenciamento de resultados e a concentração de propriedade e controle, enquanto o Capítulo 3 analisa as características dos conselhos de administração de estatais brasileiras e a relação dessas características com o gerenciamento de resultados. Por fim, o Capítulo 4 encerra este trabalho com uma conclusão abrangendo os achados nos Capítulos 2 e 3, apresentando as limitações e implicações deste estudo e sugestões para futuras pesquisas. A Figura 1.1 apresenta a estrutura do presente trabalho:

Figura 1.1 Estrutura da Dissertação



Fonte: elaborada pela autora.

CAPÍTULO 2: CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM ESTATAIS BRASILEIRAS

2.1. Introdução

Conforme destacam Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002), compreender a estrutura de propriedade e controle das firmas é de substancial relevância, visto que ela mostra o grau de diversificação de risco dos investidores, além de possibilitar a identificação de um provável problema de agência na gestão da companhia.

Jensen e Meckling (1976) relatam que os problemas de agência decorrem da separação entre propriedade e controle. Conforme os autores, a concentração de propriedade relaciona-se positivamente com o valor da firma, uma vez que permitiria um melhor controle dos gestores por parte dos grandes investidores. Por outro lado, os autores apontam que os grandes investidores podem se beneficiar do poder que detém para expropriar riqueza dos minoritários, o que seria limitado pela existência de uma efetiva proteção legal aos investidores minoritários.

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que nos casos em que o percentual de direito de voto é superior ao percentual de direito sobre o fluxo de caixa, os grandes investidores teriam maior tendência a expropriar riqueza dos minoritários. Nessa perspectiva, os grandes investidores podem incorrer no gerenciamento de resultados de forma a distorcer a percepção de riscos de expropriação por parte dos acionistas minoritários.

De acordo com Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores utilizam-se de julgamento nas demonstrações financeiras com a finalidade de induzir os *stakeholders* a erros quanto à situação econômica concernente ao desempenho da empresa, ou para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis.

A proteção legal limita a expropriação dos acionistas minoritários por parte dos majoritários, reduzindo os incentivos para a prática de gerenciamento de resultados (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003). Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1997) apontam que os mecanismos de proteção legal e a presença de grandes investidores são complementares em um sistema efetivo de governança corporativa.

A despeito disso, o mercado brasileiro oferece fraca proteção legal aos acionistas (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005; FERNANDES; NOVAES, 2017), além de caracterizar-se pela concentração de propriedade e controle nas mãos de poucos acionistas, bem como pelo excedente de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa detidos pelos grandes acionistas (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005; CAIXE; KRAUTER, 2013; LEAL;

CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, 2002; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; SARLO NETO; LOPES; DALMÁCIO, 2010).

No que tange à identidade do acionista controlador, em empresas controladas pelo governo, os direitos de propriedade do acionista majoritário são detidos pelo Tesouro Público (SHLEIFER; VISHNY, 1994), enquanto a gestão dessas empresas é influenciada pelos governantes, os quais podem utilizar as estatais para a obtenção de benefícios em favor próprio e de aliados (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2014; SHLEIFER; VISHNY, 1994) e em detrimento da função de que teriam tais empresas de garantir os interesses sociais (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A influência política pode refletir negativamente na rentabilidade e eficiência das estatais (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2014) e conduzir à desvalorização dessas empresas pelo mercado (CARVALHAL DA SILVA, 2004). Por sua vez, essas empresas teriam incentivos para praticar o gerenciamento de resultados de forma a distorcer a percepção dos *outsiders* acerca dos efeitos negativos sofridos pelo desempenho em função do comportamento oportunista dos governantes.

Considerando o mercado brasileiro, caracterizado pela fraca proteção legal aos acionistas minoritários e empresas com alta concentração de propriedade, este estudo se propôs a responder às seguintes questões: Qual é o comportamento do gerenciamento de resultados em empresas controladas pelo governo? Empresas estatais e não estatais com maior concentração de propriedade e controle gerenciam mais resultados?

Em consonância com as questões propostas, os objetivos desta pesquisa consistiram em analisar o gerenciamento de resultados em empresas controladas pelo governo, considerando que tais empresas seriam incentivadas a praticar o gerenciamento de resultados a fim de alterar a percepção dos acionistas minoritários acerca das expropriações por eles sofridas, bem como investigar a relação entre gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle.

Para o alcance dos objetivos da pesquisa, foram adotadas as seguintes etapas metodológicas: (1) selecionar as empresas listadas na BM&FBovespa; (2) identificar aquelas de controle estatal; (3) comparar os níveis de gerenciamento de resultados entre as empresas estatais e as não estatais; (4) comparar a concentração acionária entre estatais e não estatais; (5) analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e o controle estatal; e (6) analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e a concentração de propriedade e controle em empresas estatais e não estatais.

Considerando o interventionismo do governo brasileiro na gestão das empresas de controle estatal, o reflexo da qualidade da governança corporativa dessas empresas sobre o valor

de mercado das mesmas (FERNANDES; NOVAES, 2017) e o escândalo de corrupção que envolveu políticos brasileiros e a gigante nacional do petróleo – Petrobrás, evidenciando a fragilidade da governança corporativa dessas empresas e contribuindo para a desvalorização das mesmas pelo mercado, destaca-se a necessidade de analisar os mecanismos de governança corporativa dessas empresas, possibilitando identificar e sanar as deficiências desses mecanismos em prol da credibilidade das estatais brasileiras perante os mercados nacional e internacional.

2.2. Referencial Teórico

Nesta seção são apresentados os conceitos e hipóteses que alicerçaram o presente estudo.

2.2.1. Concentração acionária e identidade do controlador: quando o Governo é o maior acionista

Carvalhal da Silva (2004) aponta que a governança em empresas estatais é mais complexa devido à presença de agentes políticos na gestão das mesmas. Nessas empresas, o Tesouro Público detém os direitos de propriedade (SHLEIFER; VISHNY, 1994), mas o controle está nas mãos de agentes políticos que podem direcionar o poder que detém para beneficiarem a si mesmos e a aliados (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2014; SHLEIFER; VISHNY, 1994), drenando recursos dessas empresas.

A título de exemplo, empresas estatais estariam mais suscetíveis à aprovação de investimentos ruins, aplicando recursos em projetos que não geram retornos privados ou sociais, mas para beneficiar aliados da cúpula governante (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Destaca-se que algumas das maiores empresas brasileiras são controladas pelo governo, sendo que o mesmo pode influenciar diretamente na gestão dessas empresas em defesa de seus próprios interesses e em detrimento dos acionistas minoritários (GOTAÇ; MONTEZANO; LAMEIRA, 2015). De acordo com Fernandes e Novaes (2017), a fraca proteção legal oferecida pelo mercado brasileiro aos acionistas minoritários, bem como o tamanho da bolsa de valores local, fazem com que os preços das ações internalizem as práticas de governança corporativa associadas ao ativismo do governo como acionista.

Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015) relatam que é comum encontrar membros da coalizão política governante ocupando cargos da alta administração de empresas estatais, conferindo aos mesmos melhores oportunidades de barganha (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Tais membros visam o alcance de objetivos que não estariam pautados no bem estar social, mas sim em interesses próprios, incluindo o recebimento de propinas (SHLEIFER; VISHNY, 1997) e beneficiando empresas com conexões políticas, tanto por meio de preferências contratuais quanto pela concessão de crédito a um baixo custo (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015; SHLEIFER, 1998).

Tal situação foi constatada por Dinç (2005), que investigou se em anos eleitorais os bancos estatais facilitavam o acesso ao crédito bancário. O estudo compreendeu o período de 1994 a 2000, considerando uma amostra composta por 43 países. Os dados foram analisados pelo método de regressão múltipla, onde a variável dependente foi o quociente da variação do volume de empréstimos e financiamentos pelo ativo total do ano anterior, enquanto as variáveis independentes foram o quociente do ativo total pelo Produto Interno Bruto (PIB), o quociente do patrimônio líquido pelo ativo total e duas *dummies*, uma para os anos de eleição e outra para os bancos em que os governos detinham no mínimo 20% de direito de controle. Os resultados apontaram que em anos eleitorais os bancos estatais aumentaram significativamente os níveis de financiamentos concedidos em relação aos bancos privados, indicando o uso de bancos estatais para o atendimento de interesses políticos.

Com foco no mercado brasileiro, Claessens, Feijen e Laeven (2008) investigaram o uso de bancos estatais por políticos para favorecer empresas que financiaram suas campanhas nas eleições federais brasileiras ocorridas entre 1998 e 2002. Para tanto, foram adotados dois modelos de regressão, sendo que a variável dependente do primeiro modelo foi o retorno anormal das ações dessas empresas, obtido pelo *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, enquanto a variável dependente do segundo modelo foi o acesso ao crédito bancário por essas empresas, dado pela diferença entre os períodos t e $t-1$ do montante de financiamentos bancários sobre o ativo total.

Como variáveis independentes os autores adotaram o montante que as empresas concederam para financiar as campanhas eleitorais dos candidatos eleitos, o crescimento das vendas, o quociente do ativo fixo pelo ativo total, o logaritmo do ativo total, o quociente do passivo pelo ativo total e o quociente do Lucro antes dos Juros e Imposto de Renda (LAJIR) pelo ativo total. Os resultados corroboraram a influência política sobre bancos estatais, indicando que empresas que financiaram as campanhas dos candidatos eleitos foram

privilegiadas, posteriormente à ocorrência da vitória eleitoral destes, apresentando substancial aumento em seus níveis de financiamentos bancários.

Considerando a ideia de que bancos estatais podem ser utilizados para o alcance de objetivos políticos, Carvalho (2014) analisou uma amostra composta por mais de 13.000 fábricas brasileiras entre os anos de 1995 e 2005 e identificou que as empresas elegíveis para a captação de empréstimos junto a bancos estatais expandiram a oferta de empregos em regiões onde encontravam-se aliados políticos do governo, os quais estariam próximos a concorrer a novas eleições.

O autor identificou que essas expansões de empregos locais não persistiram em todos os polos das empresas, pois as mesmas expandiram apenas nas regiões em que o governo tinha aliados políticos, enquanto reduziram o crescimento em outras regiões após as eleições. Segundo o autor, os resultados sugerem que os governantes usaram os bancos estatais para conceder empréstimos com melhores condições do que os bancos privados para que as empresas deslocassem mais empregos para as regiões politicamente estratégicas.

2.2.2. Gerenciamento de resultados e a qualidade das informações contábeis

Schipper (1989) definiu o gerenciamento de resultados como sendo uma intervenção intencional nas demonstrações financeiras divulgadas, com a finalidade de obter algum ganho particular. Uma década depois, Healy e Wahlen (1999) atribuíram ao gerenciamento de resultados um conceito mais amplo, referindo-se ao mesmo como o ato discricionário dos gestores em utilizarem de julgamento nas demonstrações contábeis com o intuito de induzir os *stakeholders* a erros quanto ao desempenho subjacente da empresa, ou para influenciar decisões contratuais que dependam dos números contábeis.

A definição de gerenciamento de resultados abrange não somente as escolhas contábeis que refletem nos resultados divulgados nos relatórios financeiros, mas também as decisões de cunho operacional, a exemplo das decisões de investimento, alteração no volume de produção e outros gastos que impactam diretamente o fluxo de caixa da organização. Nessa perspectiva, o gerenciamento de resultados pode ocorrer de duas formas, por decisões contábeis (*accruals*) e por decisões operacionais. (MARTINEZ, 2013)

Os *accruals* decorrem da diferença nos processos de reconhecimento de receitas e despesas entre os regimes contábeis de competência e de caixa, representando a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Portanto, não há problema algum no registro de *accruals*, desde que os mesmos não sejam elevados ou reduzidos em decorrência da

ação discricionária do gestor com a intenção de manipular os resultados divulgados. (MARTINEZ, 2008)

A literatura divide os *accruals* em duas categorias: discricionários e não discricionários, sendo estes concernentes à natureza das atividades da empresa, enquanto aqueles referem-se aos acréscimos decorrentes da manipulação intencional das informações contábeis pelos gestores. Os *accruals* discricionários positivos indicam que os resultados foram manipulados de forma a serem melhorados (*income increasing*), enquanto os *accruals* discricionários negativos indicam o gerenciamento dos resultados para piorá-los (*income decreasing*). (MARTINEZ, 2008)

Conforme Martinez (2001), existem três tipos de gerenciamento de resultados: o primeiro, chamado *target earnings*, representa a manipulação discricionária que tem por objetivo melhorar ou piorar os resultados contábeis para alcançar metas estabelecidas; o segundo tipo de gerenciamento, denominado *income smoothing*, visa reduzir a variação dos resultados; e o terceiro tipo é o *take bath accounting*, que tem por intuito reduzir os resultados contábeis correntes, com o propósito de melhorar os resultados futuros.

Cabe ressaltar que o conceito de gerenciamento de resultados não está relacionado à contabilidade fraudulenta, visto que o primeiro encontra respaldo na discricionariedade permitida pelas próprias normas contábeis, enquanto a segunda infringe as normas legais (MARTINEZ, 2013). Estudos realizados no Brasil sobre o gerenciamento de resultados apontam sua relação negativa com a qualidade da governança corporativa (BARROS; SOARES; LIMA, 2013; HOLANDA, 2012; TORRES et al, 2010).

Quanto às motivações para os gestores incorrerem no gerenciamento de resultados, Healy e Whalen (1999) citam as seguintes: motivações relacionadas ao mercado de capitais; motivações contratuais; motivações antitruste e regulamentações governamentais. No que tange ao mercado de capitais, por serem utilizados por investidores e analistas para avaliar o desempenho da organização, os relatórios contábeis podem ser manipulados pelos gestores com a finalidade de influenciar a precificação das ações no curto prazo.

Com relação ao gerenciamento por motivações contratuais, o mesmo pode ocorrer para evitar a violação de cláusulas contratuais de empréstimos e financiamentos, ou quando a compensação dos gestores está atrelada aos resultados. Já as motivações regulamentares decorrem das empresas evitarem serem alvos das atenções de órgãos reguladores, bem como de investigações antitruste, o que as levariam a reduzir seus lucros, principalmente se esses forem extremamente elevados quando comparados à média do setor, de forma a evitar serem acusadas de práticas de cartel ou monopólio. (HEALY; WHALEN, 1999)

A qualidade da informação contábil fica comprometida pelo gerenciamento de resultados, podendo ocasionar apropriações de riqueza infundadas, além de graves impactos no mercado de capitais (MARTINEZ, 2008). Martinez (2013) aponta que o procedimento de manipulação dos resultados contábeis é algo delicado, visto que tais resultados refletem o desempenho da organização que, por sua vez, constituem-se em informação empregada para fins diversos pelos *stakeholders*.

Nesse sentido, a manipulação discricionária das informações contábeis faz com que o real desempenho econômico subjacente da empresa esteja disponível somente para os *insiders*, conduzindo à assimetria informacional entre estes e os *outsiders* (AN; LI; YU, 2016).

2.2.3. Estudos Empíricos sobre Gerenciamento de Resultados

Dou et al (2016) objetivaram investigar como os grandes investidores influenciam as práticas de gerenciamento de resultados e se a identidade desses investidores oferece valor informacional para os participantes do mercado de capitais diante dos resultados divulgados. Os autores analisaram uma amostra composta pelas empresas do índice S&P 1500 no período compreendido entre 2002 e 2009. As análises foram feitas mediante aplicação de regressões múltiplas, onde as variáveis dependentes foram o gerenciamento de resultados, representado tanto pela *proxy* de gerenciamento contábil quanto pelas *proxies* de gerenciamento operacional, além de uma variável *dummy* de reapresentação das demonstrações contábeis.

As variáveis explanatórias de interesse foram referentes às características dos grandes investidores, tais como a classificação dos mesmos (ativistas e fundos de pensão; bancos; corporações; fundos mútuos de investimento; fundos de hedge; seguradoras e financeiras; indivíduos; investidores de capital de risco e investidores alavancados), a distância física entre esses investidores e as empresas, a participação dos grandes investidores na alta gestão ou nos conselhos de administração, o percentual de ações ordinárias detido pelos grandes investidores e a duração dos investimentos dos mesmos.

Como variáveis explanatórias de controle, os autores incluíram nove características específicas das firmas, tais como o tamanho, retorno sobre o ativo, *Book-to-Market*, alavancagem, volatilidade do fluxo de caixa operacional, volatilidade dos retornos, valor da compensação baseada em opções sobre a compensação total do CEO e do *Chief Financial Officer* (CFO), proporção do bônus sobre a compensação total do CEO e do CFO e quantidade de analistas que emitem previsões de ganhos para as empresas.

Como resultados, foi identificado que os grandes investidores influenciam o gerenciamento de resultados. Os autores identificaram ainda que a presença de grandes investidores associada a baixos níveis de gerenciamento de resultados conduzem a uma melhor reação dos preços das ações quando os resultados são divulgados, sugerindo que a identidade dos grandes acionistas oferece informação incremental para os investidores avaliarem a credibilidade dos resultados reportados.

Chintrakarn, Jiraporn e Kim (2017) investigaram a extensão com que os resultados das empresas listadas no mercado norte americano foram gerenciados durante a crise global de 2008. O estudo abrangeu o período entre 1996 e 2010, totalizando 14.000 observações. A análise dos resultados foi feita pelo método de regressão múltipla, em que a variável dependente foi o gerenciamento de resultados, representado pelos *accruals* discricionários, os quais foram apurados conforme o modelo de Jones (1991) modificado. A variável explanatória de interesse foi uma *dummy* de crise, sendo os anos de 2008 e 2009 correspondentes ao período da crise global.

O estudo incluiu como variáveis de controle o tamanho das empresas, a rentabilidade, a proporção dos investimentos sobre o ativo total, a alavancagem, fluxo de caixa livre, o crescimento das vendas, a disponibilidade de caixa, a proporção de ativos tangíveis, os gastos com pesquisa e desenvolvimento sobre o ativo total, os percentuais de membros independentes e de membros do sexo feminino nos conselhos de administração, bem como o tamanho dos conselhos.

Os resultados indicaram um declínio severo no valor e na rentabilidade das empresas no período de crise. Além disso, foi verificado que as empresas gerenciaram os resultados de forma menos agressiva durante a crise global. Os autores testaram a persistência dos resultados para a crise da bolha da internet, ocorrida em 2001, bem como para a crise asiática, ocorrida nos anos de 1997 e 1998. Os resultados foram similares àqueles obtidos para a crise global.

De acordo com os autores, tais resultados corroboram a ideia de que, em períodos de crise, o desempenho das empresas fica tão abaixo do desejável que nenhum montante de gerenciamento de resultados seria suficiente para reverter o fraco desempenho. Como resultado disso, e até mesmo por considerarem a crise como uma conveniente justificativa para o baixo desempenho, os gestores teriam menos incentivos para praticar o gerenciamento de resultados.

Torres et al (2010) analisaram a relação entre um dos tipos de gerenciamento de resultados, o alisamento de resultados (*income smoothing*), e a estrutura de propriedade e controle, o nível de governança corporativa e a origem do capital de empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa no ano de 2007. Para tanto, os autores utilizaram uma análise de

covariância, sendo a *proxy* empírica de alisamento a variável dependente. Os resultados do estudo apontaram que as empresas com estrutura de propriedade e controle mais concentrada apresentaram maior tendência a incorrer no alisamento de resultados.

O estudo de Moura, Ziliotto e Mazzioni (2016) objetivou analisar os fatores determinantes da qualidade da informação contábil em empresas listadas na BM&FBovespa, considerando o período de 2008 a 2014. Visto que as práticas de gerenciamento de resultados reduzem a qualidade das informações contábeis, o estudo adotou como variável dependente os *accruals* discricionários, os quais consistem em métrica para as referidas práticas.

Como fatores determinantes, os autores abordaram a concentração acionária, listagem no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada da BM&FBovespa (IGCX), nível de concorrência setorial e nível de intangibilidade. Como resultados, não foi identificada relação do gerenciamento de resultados com a concentração acionária, nem com a listagem no IGCX, enquanto as empresas de setores com menor concorrência e aquelas com menor proporção de ativos intangíveis mostraram maior tendência às práticas de gerenciamento de resultados.

Com o objetivo de analisar a relação entre estrutura de propriedade e gerenciamento de resultados de empresas listadas na BM&FBovespa no período de 1998 a 2010, Holanda (2012) adotou como proxies de gerenciamento de resultados as medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e por Zimmermann e Gontcharov (2003). Foram incluídas no modelo econométrico do estudo diversas variáveis independentes concernentes à estrutura de propriedade, tais como: existência de acionista controlador, participação do maior acionista no capital, participação de investidores institucionais relevantes no capital, existência de preferencialistas, existência de acordo de acionistas, identidade do acionista controlador e participação da empresa em um grupo econômico.

Além dessas, foram adotadas como variáveis de controle o percentual de ações em circulação, uma variável *dummy* de emissão de *American Depository Receipts* (ADR), uma *dummy* de adesão aos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho da empresa, alavancagem financeira, rentabilidade do patrimônio líquido e classificação setorial. Dentre os resultados do estudo, verificou-se que aspectos como a participação do acionista majoritário, o percentual de ações em circulação e a existência de acordo de acionistas mostraram relação positiva com as práticas de gerenciamento de resultados, enquanto que a existência de acionistas preferencialistas, a participação da empresa em grupo econômico e a emissão de ADR apresentaram relação negativa com o gerenciamento de resultados.

Ao investigarem a relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em uma amostra composta por 108 empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2008 a 2010, Barros, Soares e Lima (2013) adotaram como proxy de governança o índice amplo de Carvalhal da Silva e Leal (2005) e os *accruals* discricionários como proxy de gerenciamento de resultados, sendo estes estimados conforme o modelo proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995). O modelo do estudo incluiu como variáveis de controle o tamanho da empresa, alavancagem financeira e desempenho. Os resultados do estudo apontaram que a intensidade de gerenciamento de resultados é menor em empresas com maiores índices de governança.

O estudo realizado por Joia e Nakao (2014) objetivou identificar se os níveis de gerenciamento de resultados apresentaram mudanças após a adoção completa às normas internacionais de contabilidade (IFRS). O estudo abrangeu uma amostra composta por 274 empresas brasileiras de capital aberto, considerando o período de 2006 a 2011, com os dois últimos anos (2010-2011) correspondendo àqueles em que já vigorava a adoção completa às IFRS no Brasil.

Como *proxy* do gerenciamento de resultados, foram adotados os *accruals* discricionários, apurados conforme o modelo de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Para comparar os *accruals* discricionários antes e após a adoção às IFRS, os autores utilizaram o teste não paramétrico U de Mann-Whitney. Os resultados do teste apontaram ter havido uma redução estatisticamente significativa nos níveis de gerenciamento de resultados após 2010.

Em seguida, os autores aplicaram uma análise de regressão multivariada com dados em painel, onde os *accruals* discricionários foram a variável dependente, enquanto as variáveis independentes foram uma *dummy* de adoção às IFRS, tamanho das empresas, fluxo de caixa operacional, retorno sobre o ativo e endividamento. Os resultados da regressão não apontaram relação significativa entre a adoção às IFRS e os níveis de gerenciamento de resultados. No entanto, o estudo identificou que empresas maiores e aquelas com maior proporção de capital próprio gerenciam menos seus resultados.

Borges e Martins (2015) tiveram como objetivo identificar se ocorreu o uso da contabilidade criativa pela estatal brasileira Petrobrás no ano de 2013, frente ao prejuízo apurado em 2012. Os autores adotaram a metodologia de análise de conteúdo, considerando uma amostra de 258 jornais e revistas com circulação em países com qualquer relação de investimento ou produção com a estatal brasileira entre os anos de 2012 e 2014, confrontando os conteúdos desses meios de comunicação com as informações geradas pela empresa em seus relatórios financeiros.

Os resultados do estudo apontaram que a estatal brasileira contou com a utilização da contabilidade criativa para reverter um prejuízo que teve em 2012. Segundo os autores, tal prejuízo se deu em decorrência do aumento da taxa cambial, que afetou o valor da dívida da empresa, o qual estava em dólar e, para reverter a situação, a empresa alterou a forma de contabilizar sua dívida, utilizando-se da chamada contabilidade de *Hedge*, que é um método legal com o intuito de proteger o exigível da empresa, o que permitiu que a Petrobrás apresentasse lucro na segunda metade de 2013.

Rodrigues et al (2016) realizaram um estudo com o objetivo de comparar a qualidade das informações contábeis de empresas controladas pelo Estado brasileiro com a de empresas de controle privado no ano de 2012. A amostra do estudo foi composta por dezoito empresas de capital aberto, sendo nove de controle estatal e nove de controle privado, escolhidas as empresas com ações mais líquidas durante o ano de 2012.

Para analisar a qualidade das informações contábeis, foi utilizado o índice de qualidade das informações contábeis (IQIC) elaborado por Gabriel (2011), obtido pela aplicação de um questionário composto por doze perguntas, sendo atribuídas notas de zero a um para cada resposta, onde empresas com maiores notas apresentariam maior qualidade das informações contábeis.

Para testar as diferenças de pontuação entre os tipos de controle, foi aplicado o teste não paramétrico de Mann-Whitney, o qual, apesar do grupo de empresas de controle estatal ter apresentado menor *score*, não identificou haver diferença significativa entre os dois grupos com relação à qualidade das informações contábeis.

2.2.4. Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle: Hipóteses de pesquisa

Este tópico apresenta as hipóteses testadas no presente estudo, bem como a fundamentação teórica de cada hipótese.

a) Controle estatal

Considerando que os governantes, representantes do acionista majoritário (tesouro público), podem utilizar as estatais em benefício de seus próprios interesses e de aliados (SHLEIFER, 1998; SHLEIFER; VISHNY, 1997), é esperado que os acionistas minoritários dessas empresas estejam mais suscetíveis a sofrerem expropriação por parte dos representantes do governo.

Tendo em vista que essa influência política sobre as estatais pode impactar negativamente na rentabilidade e eficiência dessas empresas (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2014) e que os resultados divulgados consistem em uma das informações utilizadas pelos *outsiders* para avaliar o desempenho das empresas, é esperado que as empresas controladas pelo governo sejam incentivadas a praticar o gerenciamento de resultados para dificultar a percepção do mercado acerca dos possíveis efeitos negativos sobre o desempenho em decorrência da interferência política nessas empresas. Partindo dessa lógica, foi elaborada a seguinte hipótese:

H_{2.1}: Empresas de controle estatal apresentam maiores níveis de *accruals* discricionários do que empresas de controle privado.

No tocante à direção para a qual os resultados são manipulados, são apresentados alguns fatores que sustentam a hipótese de que as empresas controladas pelo governo procuram melhorar as expectativas do mercado incorrendo no aumento discricionário dos resultados. Por exemplo, empresas estatais podem ser influenciadas por ciclos políticos, conforme demonstrado por Carvalho (2014), Claessens, Feijen e Laeven (2008) e Dinç (2005), bem como podem ser utilizadas como veículos para as práticas de patronagem e corrupção (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SHLEIFER, 1998).

Além disso, essas empresas podem ter seus recursos desviados em favor de projetos sem retornos financeiros ou sociais, mas para beneficiar políticos e aliados (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015; SHLEIFER, 1998). Todas essas ações podem refletir negativamente na rentabilidade e eficiência das estatais (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2014). Conforme destacam Fernandes e Novaes (2017), em países que oferecem fraca proteção legal aos acionistas minoritários, como é o caso do Brasil, as práticas de governança corporativa são relevantes para o valor das empresas. Não obstante, Carvalhal da Silva (2004) sugere que o menor valor de mercado de estatais pode estar relacionado à influência política a que estão sujeitas essas empresas.

Ademais, destaca-se que esta pesquisa abrange um lapso temporal em que o governo interferiu ativamente na gestão das empresas de controle estatal, como no caso da Petrobrás, que, por decisão do governo, teria vendido combustível abaixo do custo de importação, bem como no Banco do Brasil, que teria sido forçado a aumentar as concessões de crédito a baixas taxas de juros (FERNANDES; NOVAES, 2017). Destaca-se ainda o escândalo de corrupção envolvendo a gigante brasileira do petróleo, onde veio à público esquemas em que empreiteiras

seriam beneficiadas com contratos superfaturados e, em troca, pagavam propinas a agentes públicos (MINISTÉRIO PÚBLICO, 2017).

Por sua vez, fatores como estes podem ter contribuído com a queda de 55,11% do valor de mercado das três principais empresas estatais brasileiras de capital aberto (Banco do Brasil, Eletrobrás e Petrobrás) entre janeiro de 2011 e maio de 2016, correspondendo a uma desvalorização no total de R\$ 273,5 bilhões, conforme pesquisa realizada pelo Economática (2016). Considerando tais colocações, as empresas controladas pelo governo seriam incentivadas a aumentar os resultados discricionariamente para melhorar as expectativas do mercado. A partir dessa lógica foi constituída a hipótese H_{2.2}:

H_{2.2}: Empresas controladas pelo governo tendem a praticar o aumento discricionário dos resultados.

b) Direitos de Propriedade e Controle

Conforme Shleifer e Vishny (1997), grandes investidores podem tentar se aproveitar do poder de controle que detém para auferir benefícios às expensas dos acionistas minoritários. Claessens et al (2002) denominaram essa situação como “efeito entrincheiramento”, o qual tende a ocorrer em ambientes com fraca proteção legal aos acionistas minoritários (CLAESSENS et al, 2002; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Por sua vez, Jensen e Meckling (1976) apontam que, à proporção que o direito de propriedade (fluxo de caixa) do maior acionista diminui em relação ao seu direito de controle, os direitos do mesmo sobre o resultado também diminuem, incentivando esse acionista a utilizar seu poder de controle para extrair mais benefícios corporativos. Nesse contexto, Claessens et al (2002) apontam que o direito do maior acionista sobre o fluxo de caixa reduz os incentivos para a expropriação dos minoritários.

Considerando essas colocações, espera-se que quanto maior a concentração de controle nas mãos dos três maiores acionistas, maior a tendência das empresas em incorrer no gerenciamento de resultados. Da mesma forma, quanto maior o excedente de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa dos três maiores acionistas, maior a tendência de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos majoritários e, por conseguinte, maior a propensão destes em incorrer no gerenciamento de resultados.

Partindo de tais colocações, foram elaboradas as hipóteses H_{2.3} e H_{2.4}:

H_{2.3}: Quanto maior o percentual de direito de controle dos três maiores acionistas, maior o gerenciamento de resultados.

H_{2.4}: Quanto maior o excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade, maior o gerenciamento de resultados.

Na sequência, são apresentados os aspectos metodológicos da presente pesquisa.

2.3. Metodologia

Para realizar este estudo, foi adotada uma amostra composta por 250 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBovespa em 2016, ano em que foram coletados os dados da pesquisa, excluídas aquelas com insuficiência de dados.

A coleta de dados foi feita na base de dados Económática® e a análise foi feita mediante regressões múltiplas com dados em painel e testes não paramétricos, utilizando para tanto o software Stata®. O período de estudo compreendeu os anos de 2006 a 2015. Tal período foi escolhido considerando que, para a análise de dados em painel, a qual possibilita identificar de forma mais precisa os *accruals* discricionários, é necessário observar um período mínimo de 10 anos (MARTINEZ, 2001).

Ademais, o período escolhido abrange fatores políticos e econômicos que podem influenciar na prática de gerenciamento de resultados, tais como: crises econômicas (FILIP; RAFFOURNIER, 2014; FLORES et al, 2016; SILVA et al, 2014) e escândalos de corrupção envolvendo agentes políticos e empresas estatais brasileiras.

2.3.1. Definição das Variáveis do Estudo

A seguir são apresentadas as variáveis inseridas no modelo econométrico adotado neste estudo.

2.3.1.1. Variável dependente: *Accruals* discricionários

Apesar de amplamente utilizada pela literatura, a métrica de Jones (1991) para apuração dos *accruals* discricionários apresenta problemas que podem acarretar em erros de classificação. Tais problemas decorrem de fatores tais como a ausência do uso de variáveis que controlem pelas variações nas despesas e o viés de simultaneidade, visto que as variáveis

dependente e independentes são determinadas em conjunto pelos princípios e normas contábeis. (KANG, 1999; MARTINEZ, 2008)

Para sanar tais problemas, a alternativa mais apropriada é o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995), ou modelo KS, o qual reduz o problema de variáveis omitidas ao incluir variáveis adicionais tais como o custo do produto vendido, as despesas operacionais e as contas a receber. Além disso, tal modelo suaviza o problema de simultaneidade mediante o uso de variáveis instrumentais (MARTINEZ, 2008; THOMAS; ZHANG, 2000).

Por conseguinte, o presente estudo adotou como *proxy* de gerenciamento de resultados os *accruals* discricionários, apurados conforme o modelo KS, o qual tem sido amplamente utilizado em estudos realizados no mercado brasileiro (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; BARROS; SOARES; LIMA, 2013; CUNHA; PICCOLI, 2017; ERFURTH; BEZERRA, 2013; MARTINEZ, 2001; MARTINEZ, 2008; MARTINEZ, 2010; NARDI; NAKAO, 2009; SILVA, 2013; SILVA; NARDI, 2017).

A seguir, é apresentado na Equação 2.1 o modelo KS de mensuração dos *accruals* discricionários:

$$AT_{it} = \varphi_0 + \varphi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \varphi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \varphi_3[\delta_3 At.Perm_{it}] + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

$$AT_{it} = (\Delta CGL - \text{Depreciação \& Amortização}_{it}) / \text{Ativo total}_{it-1}$$

$$\delta_1 = C.R_{i,t-1}/Rec_{i,t-1}$$

$$\delta_2 = (CGL - CRec_{i,t-1})/Desp_{i,t-1}$$

$$\delta_3 = DEPREC_{i,t-1}/A.Perm_{i,t-1}$$

Onde: AT_{it} = *accruals* totais da empresa i no ano t; Rec_{it} = Receita Líquida da empresa i no ano t (excluindo tributação); $Desp_{it}$ = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação e Amortização da empresa i no ano t; CGL = Capital de Giro Líquido da empresa i no ano t, excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar; $At.Perm_{it}$ = Ativo permanente (Imobilizado + Diferido + Intangível+ Investimentos) da empresa i no ano t; $C.R_{it-1}$ = Contas a Receber da empresa i no período $t-1$; $DEPREC_{it-1}$ = Despesas de depreciação da empresa i no período $t-1$; as variáveis Rec_{it} , $Desp_{it}$ e $At.Imob_{it}$ foram escaladas em termos de ativos totais do período anterior.

Os parâmetros δ_1 , δ_2 e δ_3 representam os indicadores de rotatividade que controlam pelas características específicas das empresas (KANG, 1999). Assim como em Martinez (2001), as variáveis instrumentais adotadas no modelo foram os indicadores de rotatividade.

Os *accruals* discricionários correspondem aos erros-padrão (ε_{it}) da Equação 2.1, dados pela diferença entre os *accruals* totais obtidos e os *accruals* totais estimados, conforme demonstra a Equação 2.2:

$$AD_{it} = AT_{it} - \{\varphi_0 + \varphi_1[\delta_1\text{Rec}_{it}] + \varphi_2[\delta_2\text{Desp}_{it}] + \varphi_3[\delta_3\text{At.Perm.}_{it}]\} \quad (2.2)$$

Onde: AD_{it} = *accruals* discricionários da empresa i no ano t .

Alguns estudos adotaram como *proxy* o valor absoluto dos *accruals* discricionários para analisar a amplitude do gerenciamento de resultados (AN; LI; YU, 2016; BAO; LEWELLYN, 2017; JIANG; ZHU; HUANG, 2013; JOIA; NAKAO, 2014; KLEIN, 2002; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; MARTINEZ, 2010; RAN et al, 2015), enquanto outros se preocuparam em analisar a direção para a qual os resultados foram gerenciados (CUNHA; PICCOLI, 2016; MARTINEZ, 2008; PARK; SHIN, 2004; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005), distinguindo os *accruals* discricionários positivos (*income increasing*) e negativos (*income decreasing*).

Assim como Chintrakarn, Jiraporn e Kim (2017), o presente estudo abordou o gerenciamento de resultados tanto em termos de amplitude, dada pelo módulo dos *accruals* discricionários, quanto em termos de direção, analisando separadamente os *accruals* discricionários positivos e negativos.

2.3.1.2. Variáveis explanatórias de interesse

Na sequência, são apresentadas as variáveis explanatórias de interesse inseridas no modelo econométrico.

a) Controle estatal

Para analisar a relação entre controle estatal e gerenciamento de resultados, as empresas componentes da amostra foram segregadas em dois tipos, um para as de controle estatal e outro para as de controle privado. Assim como nos estudos de Brey et al (2014) e de Gotaç, Montezano e Lameira (2015), foram consideradas empresas de controle estatal aquelas em que o governo (federal, estadual ou municipal) deteve mais que 50% do capital votante, de forma direta, ou por intermédio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

(BNDES) e de fundos de pensão de empresas estatais (FUNCEF; PETROS; PREVI), de forma indireta.

A diferenciação entre controle estatal e controle privado se deu pela adoção de uma variável *dummy*, à qual foi atribuído valor igual a um para as empresas controladas pelo governo e zero para as demais empresas.

b) Direitos de Propriedade e Controle

Para testar as hipóteses H_{2.3} e H_{2.4}, foram incluídas no modelo econômico as variáveis que representam o percentual do capital votante (direito de controle) e o excedente do direito de controle em relação ao direito de propriedade (fluxo de caixa) dos três maiores acionistas, respectivamente.

Também foi testado o efeito entrincheiramento proposto por Claessens et al (2002) especificamente nas empresas controladas pelo Estado, mediante a inclusão no modelo econômico da interação entre as variáveis *dummy* de controle estatal e excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade dos três maiores acionistas.

2.3.1.3. Variáveis explanatórias de controle

A seguir são apresentadas as variáveis explanatórias de controle abordadas neste estudo.

a) Crise

Ao analisar uma amostra composta por empresas de diferentes países, Persakis e Iatridis (2016) identificaram ter havido uma redução na qualidade dos resultados reportados durante a crise global de 2008. De acordo com os autores, os gestores são influenciados a produzir informações financeiras que retratem uma situação positiva das empresas para afastarem os riscos de falência durante os períodos de crise.

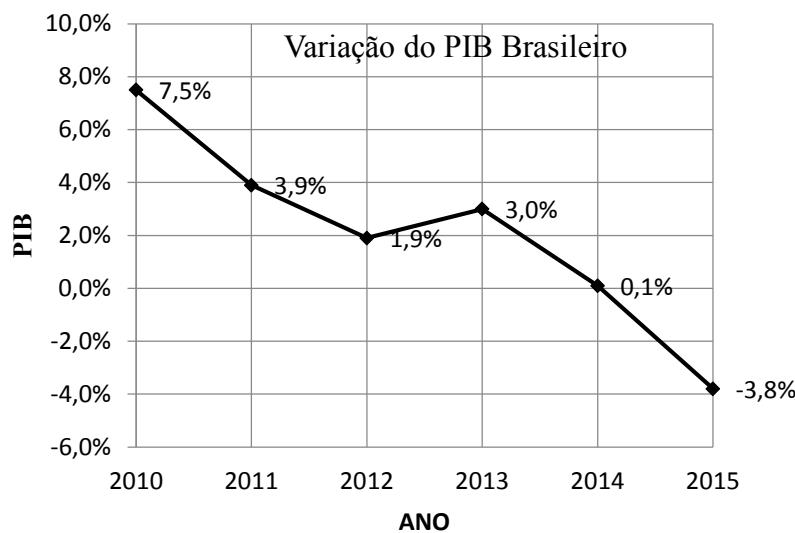
Trombetta e Imperatore (2014) apontam que a sobrevivência das organizações pode constituir-se em motivação para gerenciar resultados em períodos de crise e defendem que a relação entre crise e gerenciamento de resultados é não monotônica. Segundo os autores, haveria um “resultado alvo” que os gestores buscariam alcançar e que o mesmo seria alterado em função da intensidade da crise, o que justificaria uma redução no gerenciamento de

resultados quando a crise é de baixa intensidade e aumento dessas práticas quando a crise é mais intensa.

Para testar essa relação entre crise e gerenciamento de resultados, seguindo a metodologia de Peixoto (2012), o presente estudo adotou uma variável *dummy* à qual foi atribuído valor igual a um para os anos de crise e zero para os demais anos. Considerou-se nesta pesquisa que os anos de crise corresponderam a 2008 e 2009 para a crise global (CHINTRAKARN; JIRAPORN; KIM, 2017; FILIP; RAFFOURNIER, 2014; PEIXOTO, 2012) e 2014 e 2015 para a crise doméstica.

Conforme Dimitras, Kyriakou e Iatridis (2015), a recessão econômica pode ser representada pela queda do Produto Interno Bruto, sendo tal queda característica de uma economia em crise. Por conseguinte, os anos de crise doméstica (2014-2015) foram aqueles em que o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro apresentou variação quase nula, em 2014, chegando a uma variação negativa, em 2015. A Figura 2.1 apresenta o gráfico do PIB brasileiro no período que sucedeu a crise global:

Figura 2.1 Variação percentual do PIB brasileiro



Fonte: elaborado pela autora a partir dos dados coletados no sítio eletrônico do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE (2016).

* Nota: taxa acumulada em quatro trimestres (Variação percentual dos últimos quatro trimestres em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores).

b) Endividamento

Há duas vertentes a respeito da relação entre endividamento e gerenciamento de resultados. Uma dessas vertentes defende que o endividamento serviria de incentivo para os credores das empresas monitorarem-nas, reduzindo as oportunidades dos gestores em incorrer

na prática de gerenciamento de resultados (GHAZALI; SHAFIE; SANUSI, 2015; SILVA et al, 2014).

Em contrapartida, a outra vertente defende que os gestores seriam incentivados a manipular resultados para evitar o descumprimento das exigências contratuais de empréstimos e financiamentos (CHARITOU; LAMBERTIDIS; TRIGEORGIS, 2007; JOIA; NAKAO, 2014; SWEENEY, 1994).

Para testar a relação entre endividamento e gerenciamento de resultados, foi adotada uma variável representada pelo quociente do passivo oneroso (empréstimos + financiamentos + debêntures) sobre o ativo total.

c) Tamanho

O escrutínio por parte de diversos analistas e investidores institucionais em relação às grandes empresas reprime o comportamento discricionário dos gestores, dificultando as práticas de gerenciamento de resultados pelos mesmos (GU; LEE; ROSETT, 2005; HOCHBERG, 2012).

Estudos brasileiros corroboraram essa ideia ao identificar uma relação negativa entre o tamanho das empresas e a propensão às práticas de gerenciamento de resultados (JOIA; NAKAO, 2014; NARDI; NAKAO, 2009; SILVA et al, 2014; SINCERRE et al, 2016; SOUSA; GALDI, 2016).

Nessa perspectiva, é esperada uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e o tamanho das empresas. Seguindo trabalhos prévios (CUNHA; PICCOLI, 2017; DOU et al, 2016; GU; LEE; ROSETT, 2005; JOIA; NAKAO, 2014; NARDI; NAKAO, 2009; PERSAKIS; IATRIDIS, 2016; SINCERRE et al, 2016; SOUSA; GALDI, 2016), foi adotado como *proxy* de tamanho o logaritmo natural do ativo total de cada empresa (*i*) para cada ano (*t*).

d) Oportunidade de crescimento

Os gestores de empresas com oportunidades de crescimento podem manipular resultados com o intuito de criar expectativas de fluxo de caixa futuro para os acionistas e potenciais investidores, conduzindo à valorização das empresas pelo mercado (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; HOCHBERG, 2012; MARTINEZ, 2001).

Por sua vez, espera-se que empresas com expectativas de crescimento apresentem maior propensão às práticas de gerenciamento de resultados. Para testar essa relação, foi incluída no

modelo econométrico deste estudo a variável de controle *Market to Book*, obtida pelo quociente do valor de mercado da empresa sobre seu valor contábil.

e) Níveis de governança da BM&FBovespa

Considerando que as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) seguem padrões mais rigorosos de transparência (SILVEIRA, 2004), espera-se que tais empresas sejam mais transparentes e, portanto, menos propensas ao gerenciamento de resultados.

Para controlar pelos níveis diferenciados de governança, foi inserido no modelo econométrico uma variável *dummy* com valor igual a zero para empresas listadas no segmento tradicional e valor igual a um para as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança. (AMARAL et al, 2008; FONSECA; SILVEIRA; HIRAKUTA, 2016; GOMES, 2016; GOTAC; MONTEZANO; LAMEIRA, 2015; KONRAHT; SOUTES; ALENCAR, 2016; SILVEIRA, 2004)

f) Adoção às *International Financial Reporting Standards* (IFRS)

Anteriormente à convergência integral às normas internacionais de contabilidade, ocorrida em 2010, a contabilidade brasileira era fortemente influenciada pela legislação tributária, atendendo às necessidades do fisco em detrimento dos demais usuários das informações contábeis. A adoção integral às IFRS mitigou esse problema, uma vez que o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), órgão responsável pela criação de normas contábeis alinhadas às IFRS, é totalmente independente em suas deliberações, desvinculando a contabilidade tributária da societária, gerando informações contábeis de maior qualidade para os credores e investidores das empresas. (BLACK; NAKAO, 2017; SILVA; NARDI, 2017)

Estudos anteriores realizados no mercado brasileiro identificaram que a adoção às IFRS melhorou a qualidade dos resultados reportados, tanto em termos de melhor poder preditivo conferido pela persistência dos lucros (SILVA et al, 2017), quanto pela redução da propensão às práticas de gerenciamento de resultados (BLACK; NAKAO, 2017; JOIA; NAKAO, 2014; SILVA, 2013; SILVA; NARDI, 2017).

Para analisar o comportamento discricionário em função da adoção completa às normas internacionais de contabilidade, foi incluída no modelo de regressão uma variável *dummy* à qual

foi atribuído valor igual a zero para os anos de 2006 a 2009 e valor um para os anos de 2010 a 2015.

g) Setor

Visto que a regulamentação do setor em que atuam, bem como a natureza de suas atividades, podem influenciar os níveis de *accruals* das empresas (SILVA et al, 2014), foram incluídas no modelo econométrico nove variáveis *dummies* de setor, considerando dez setores distintos, conforme classificação da BM&FBovespa, a qual também foi adotada por Cunha e Piccoli (2017) e Silva et al (2017). O Quadro 2.1 apresenta as variáveis abordadas neste estudo.

Quadro 2.1 Variáveis abordadas no estudo

Variável	Relação esperada	Forma de cálculo	Referências
<i>Accruals</i> discricionários	Variável dependente	Termo de erro da Equação 2.1 – Modelo KS (1995)	Barros, Soares e Lima (2013); Cunha e Piccoli (2017); Martinez (2001); Martinez (2008); Martinez (2010); Nardi e Nakao (2009)
Tamanho	Negativa	Logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t	Flores et al (2016); Joia e Nakao (2014); Nardi e Nakao (2009); Silva et al (2014); Sincerre et al (2016); Sousa e Galdi (2016)
Endividamento	Positiva ou Negativa	Quociente do passivo oneroso (empréstimos + financiamentos + debêntures) pelo ativo total da empresa i no ano t	Charitou, Lambertidis e Trigeorgis (2007); Ghazali, Shafie e Sanusi (2015); Joia e Nakao (2014); Silva et al (2014); Sweeney (1994)
Controle estatal	Positiva	<i>Dummy</i> de controle estatal com: Valor = 1 para empresas em que o governo deteve, direta ou indiretamente, mais de 50% do capital votante; e Valor = 0 para as demais empresas	Gotaç, Montezano e Lameira (2015); Musacchio e Lazzarini (2015); Shleifer (1998); Shleifer e Vishny (1994)
Oportunidade de crescimento	Positiva	Quociente do valor de mercado pelo valor contábil da empresa i no ano t	Almeida, Lopes e Corrar (2011); Flores et al (2016); Hochberg (2012); Martinez (2001),
Crise	Positiva ou Negativa	Variável <i>dummy</i> com: Valor = 1 para os anos de crise (2008, 2009, 2014, 2015); e Valor = 0 para os demais anos (2006, 2007, 2010, 2011, 2012, 2013)	Flores et al (2016); Peixoto (2012); Persakis e Iatridis (2016); Trombetta e Imperatore (2014)

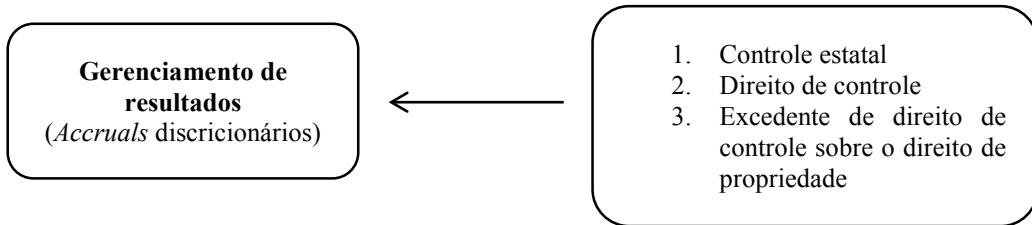
Direito de controle dos três maiores acionistas	Positiva	% do capital votante dos três maiores acionistas	Andrade et al (2016); Claessens et al (2002)
Excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade	Positiva	Diferença entre o percentual do capital votante e o percentual do capital total dos três maiores acionistas	Andrade et al (2016); Claessens et al (2002);
Excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade em estatais (variável interada)	Positiva	Diferença entre o percentual do capital votante e o percentual do capital total dos três maiores acionistas combinada com a <i>dummy</i> de controle estatal	Claessens et al (2002); Musacchio e Lazzarini (2015); Shleifer (1998); Shleifer e Vishny (1994);
Níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa	Negativa	Variável <i>dummy</i> com: Valor = 0 para o segmento tradicional; Valor = 1 para os níveis diferenciados de governança	Amaral et al (2008); Fonseca, Silveira e Hirakuta (2016); Gomes (2016); Gotaç, Montezano e Lameira (2015); Konraht, Soutes e Alencar (2016); Silveira (2004)
Adoção às IFRS	Negativa	Variável <i>dummy</i> com: Valor = 0 para os anos de 2006 a 2009; Valor = 1 para os anos de 2010 a 2015	Black e Nakao (2017); Joia e Nakao (2014); Silva (2013); Silva e Nardi (2017)
Setor		Variável <i>dummy</i> de setor de acordo com a classificação setorial da BM&FBovespa	Cunha e Piccoli (2017), Silva et al (2017)

Fonte: elaborado pela autora.

2.3.2. Modelo de pesquisa e aspectos econométricos

A seguir, a Figura 2.2 demonstra o modelo empírico da presente pesquisa.

Figura 2.2 Modelo empírico I: gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle



HIPÓTESES:

H_{2.1}: Empresas de controle estatal apresentam maiores níveis de *accruals* discricionários do que empresas de controle privado.

H_{2.2}: Empresas controladas pelo governo tendem a praticar o aumento discricionário dos resultados.

H_{2.3}: Quanto maior o direito de controle dos três maiores acionistas, maior o gerenciamento de resultados.

H_{2.4}: Quanto maior o excedente do percentual de direito de controle sobre o direito de propriedade, maior o gerenciamento de resultados.

Fonte: elaborada pela autora.

As Equações 2.3 e 2.4 apresentam os modelos econôméticos adotados no presente estudo:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEST_{it} + \beta_2 DIF_{it} + \beta_3 (DIF_{it} * CEST_{it}) + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 CRISE_{it} + \beta_7 DICON_{it} + \beta_8 TAM_{it} + \beta_9 NGCBMF_{it} + \beta_{10} SETOR + \varepsilon_{it} \quad (2.3)$$

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEST_{it} + \beta_2 IFRS + \beta_3 DIF_{it} + \beta_4 (DIF_{it} * CEST_{it}) + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 END_{it} + \beta_7 CRISE_{it} + \beta_8 DICON_{it} + \beta_9 TAM_{it} + \beta_{10} NGCBMF_{it} + \beta_{11} SETOR + \varepsilon_{it} \quad (2.4)$$

Onde: AD_{it} - os *Accruals* discricionários da empresa i no ano t; CEST_{it} - *dummy* de controle estatal da empresa i no ano t; DIF_{it} - diferença entre percentual de direito de controle e de direito sobre o fluxo de caixa dos três maiores acionistas; MTB_{it} - *Market-to-Book* da empresa i no ano t; END_{it} - endividamento da empresa i no ano t; CRISE_{it} - *dummy* de crise; DICON_{it} - soma dos percentuais de direito de controle pertencentes aos três maiores acionistas; TAM_{it} - tamanho da empresa i no ano t; NGCBMF_{it} - variável *dummy* de listagem em um dos níveis diferenciados de governança corporativa; SETOR_{it} - classificação setorial da empresa i no ano t; IFRS - *dummy* de adoção às normas internacionais de contabilidade.

2.4. Apresentação e Análise dos Resultados

A Tabela 2.1 apresenta os resultados da regressão múltipla pelo Método dos Mínimos Quadrados em dois Estágios, conforme o modelo KS (1995) de apuração dos *accruals* discricionários.

Tabela 2.1 Regressão modelo KS (1995) de apuração dos *accruals* discricionários

Foi aplicado o teste de Hausman, o qual rejeitou a hipótese nula de efeitos aleatórios ($\text{Prob}>\chi^2 = 0.000$). Em seguida, foi aplicado o teste de Chow para verificar qual modelo seria o mais apropriado, o de efeitos fixos ou *pooled*. Não foi rejeitada a hipótese nula de efeitos *pooled* ($\text{Prob} > F = 0.667$), indicando que esse modelo é o mais apropriado à regressão. Os testes de Wald e de Wooldridge para dados em painel identificaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Tais problemas foram tratados pela adoção dos estimadores robustos de White.

AT	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	[95% Conf. Interval]
δ1Rec	-0.001	0.003	-0.170	0.868	-0.007 0.006
δ2Desp	-0.332***	0.051	-6.520	0.000	-0.432 -0.232
δ3Imob	-0.506**	0.199	-2.550	0.011	-0.896 -0.117
cons	-0.008	0.007	-1.100	0.270	-0.021 0.006

Number of obs = 2061

Níveis de significância: 1% (***) , 5% (**) , 10% (*)

Com relação ao controle estatal, foram identificadas 26 empresas não financeiras controladas pelos governos Federal, Distrital, Estaduais e Municipais, fundos de pensão de funcionários de empresas estatais (PREVI, PETROS e FUNCEF) e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Nos casos das empresas Lupatech, Tupy e Invepar, o governo federal deteve controle das mesmas por meio de mais de um ente estatal (BNDESPAR, PETROS, PREVI e FUNCEF), sendo que a soma dos percentuais de capital votante de dois ou mais desses entes ultrapassou o equivalente a 50% do capital votante total, conferindo à União o controle indireto dessas empresas. A relação de empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa e controladas pelo governo (direta ou indiretamente) em pelo menos um dos anos abrangidos nesta pesquisa consta no Apêndice A.

O tratamento dos *outliers* se deu pelo método de winsorização, conforme demonstrado no Apêndice B. Ao analisar os resultados das estatísticas descritivas, observa-se pela Tabela 2.2 que as empresas estatais apresentaram maior média de *accruals* positivos, enquanto as empresas não controladas pelo governo apresentaram maior média de *accruals* negativos.

Esses resultados sugerem uma maior inclinação das empresas estatais para gerenciar resultados de forma a melhorá-los enquanto as empresas de controle privado parecem ter gerenciado os resultados para piorá-los. Com relação à extensão com que praticam o gerenciamento de resultados, as estatísticas descritivas indicam não haver diferença entre as empresas de controle estatal e aquelas de controle privado.

No que tange às demais variáveis, as empresas controladas pelo governo apresentaram, em média, valor de mercado 5% inferior ao valor contábil, enquanto as empresas não estatais

apresentaram valor de mercado, em média, 45% superior ao valor contábil. Corroborando o estudo de Carvalhal da Silva (2004), esse resultado sugere que as empresas de controle estatal são menos valorizadas pelo mercado do que as empresas de controle privado.

Em termos de endividamento, verifica-se que o passivo oneroso das empresas de controle estatal representou, em média, 13% do ativo total das mesmas, enquanto o endividamento das empresas de controle privado correspondeu a 20% do ativo total, indicando que as empresas controladas pelo governo são menos endividadas.

Com relação ao direito de controle, em média, 85% do capital votante das empresas estatais concentrou-se entre os três maiores acionistas, enquanto aproximadamente 72.54% do capital votante de empresas privadas foi detido pelos três maiores acionistas. Tais resultados corroboram a concentração de controle no mercado brasileiro (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005; BREY et al, 2014; CAIXE; KRAUTER, 2013; LEAL; CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, 2002; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015), bem como apontam uma maior concentração acionária em empresas controladas pelo governo.

Além disso, as estatais apresentaram, em média, 6.88% de excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade, resultado maior do que o observado em empresas privadas (5.48%).

Tabela 2.2 Estatísticas descritivas por tipo de controle

Variable	Controle estatal					Controle privado				
	Obs	Mean	Std. Dev	Mín.	Max.	Obs	Mean	Std. Dev.	Mín.	Max.
AD>0	65	0.04	0.03	1.1E-06	0.07	495	0.03	0.03	1.5E-04	0.07
AD<0	99	-0.02	0.02	-0.09	-8.4E-05	1220	-0.04	0.03	-0.09	-4.5E-04
AD	164	0.03	0.02	1.1E-06	0.09	1715	0.03	0.03	1.5E-04	0.09
MTB	232	0.95	1.25	-0.06	4.88	2482	1.45	1.49	-0.06	4.88
END	231	0.13	0.16	0.00	0.79	2480	0.20	0.21	0.00	0.79
TAM	231	14.99	1.65	9.16	16.81	2480	13.70	2.20	8.31	16.81
DICON	207	85.01	15.78	50.26	100	2484	72.54	23.16	0.14	100
DIF	233	6.88	8.08	0.00	18.52	2486	5.48	7.90	0.00	18.52

Na sequência, foram testadas as diferenças das variáveis AD, DICON e DIF entre estatais e não estatais. Primeiro, foi verificado se essas variáveis seguem uma distribuição normal. Para tanto, foi aplicado o teste de Shapiro-Wilk (SW), o qual, considerado por suas propriedades ótimas, consiste em um potente teste de normalidade, sendo amplamente utilizado como referência. (FIELD, 2009; PEREIRA FILHO; FERREIRA, 2012; RAZALI; WAH, 2011; ROYSTON, 1992; SACULINGGAN; BALASE, 2013; YAP; SIM, 2011)

Originalmente, a aplicabilidade do teste SW restringia-se a amostras com tamanho $n < 50$. Posteriormente, o teste foi modificado por Royston (1992), que o adaptou para ser aplicável a amostras com tamanho $3 \leq n \leq 5000$. (ROYSTON, 1995)

A Tabela 2.3 apresenta os resultados do teste de normalidade de Shapiro-Wilk para as variáveis AD, DICON e DIF, onde foi verificado que, a menos de 5% de significância, foi rejeitada a hipótese de normalidade dessas variáveis. Por não seguirem uma distribuição normal, a comparação dessas variáveis entre os grupos de controle foi feita por meio do teste não paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney, que é o equivalente não paramétrico do teste t, devendo ser aplicado quando se pretende testar se existem diferenças entre os dados de duas condições em que se tenham amostras independentes. (FIELD, 2009)

Tabela 2.3 Teste de normalidade de Shapiro-Wilk para os *accruals* discricionários, percentual de direito de controle e excedente sobre o direito de propriedade

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
AD>0	640	0.893	44.937	9.248	0.000
AD<0	1421	0.920	69.261	10.642	0.000
AD	2061	0.915	103.889	11.825	0.000
DICON	2692	0.929	110.087	12.087	0.000
DIF	3385	0.903	185.391	13.532	0.000

A seguir, a Tabela 2.4 apresenta os resultados do teste de Wilcoxon-Mann-Whitney. Com relação aos *accruals* negativos, os resultados rejeitaram, a menos de 5% de significância, a hipótese de igualdade de medianas entre as empresas de controle estatal e as de controle privado, sugerindo que as empresas de controle privado estiveram mais inclinadas a gerenciar os resultados de forma a piorá-los.

Os *accruals* positivos apresentaram mediana estatisticamente superior em empresas controladas pelo governo, indicando que essas empresas gerenciaram os resultados de forma a aumentá-los. Os *accruals* absolutos apresentaram maior amplitude em empresas de controle privado, sugerindo que essas empresas praticaram o gerenciamento de resultados em maior volume.

Verifica-se que as empresas estatais mostraram-se mais propensas ao efeito entrincheiramento proposto por Claessens et al (2002), pois, além da maior concentração de controle nas mãos de poucos acionistas, essas empresas também apresentaram maior excedente dos direitos de controle em relação aos direitos de propriedade detidos pelos três maiores acionistas.

Tal resultado condiz com a prioridade dada pelos representantes do governo para a preservação do direito de controle em detrimento do direito sobre o fluxo de caixa (propriedade), uma vez que o primeiro daria maior poder de barganha aos governantes (SHLEIFER; VISHNY, 1994).

Tabela 2.4 Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para os *accruals* discricionários, percentual de direito de controle dos três maiores acionistas e excedente sobre o direito de propriedade

Variable/group	CEST=0	CEST=1	z	Prob > z
AD<0				
Obs.	1220	99		
Median	-0.030	-0.014	5.304	0.000***
AD>0				
Obs.	495	65		
Median	0.021	0.030	-2.282	0.023**
AD				
Obs.	1715	164		
Median	0.027	0.021	2.901	0.004***
DICON				
Obs.	2484	207		
Median	75.266	89.881	-6.995	0.000***
DIF				
Obs.	2486	233		
Median	0.000	0.701	-3.426	0.001***

*Nota: o teste foi feito considerando os *accruals* discricionários negativos sinalizados. Níveis de significância: 1% (***) , 5% (**), 10% (*)

Considerando que este estudo buscou analisar tanto a direção para a qual os resultados são gerenciados (*accruals* sinalizados) quanto a extensão do gerenciamento de resultados (*accruals* absolutos), a Tabela 2.5 apresenta três matrizes de correlação das variáveis, sendo a matriz de correlação (A) para os *accruals* negativos, a matriz (B) para os *accruals* positivos e a matriz (C) para os *accruals* absolutos.

A matriz de correlação (A) indica que empresas maiores e com maior concentração de controle são menos propensas a praticar a redução discricionária dos resultados. A matriz de correlação (B) indica que empresas maiores e mais endividadas incorrem menos no aumento discricionário dos resultados. Em termos de amplitude, a matriz de correlação (C) indica que o gerenciamento de resultados é menor em empresas maiores, bem como em empresas com maior concentração de controle e maior excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade.

Observa-se que as três matrizes indicaram, ao nível de 1% de significância, uma relação negativa entre o tamanho das empresas e o gerenciamento de resultados, sugerindo uma melhor

qualidade das informações contábeis de grandes empresas. Esse resultado coaduna com a ideia de que o escrutínio por parte de vários analistas e investidores institucionais em relação às grandes empresas reduz as oportunidades para os gestores agirem discricionariamente, reprimindo as práticas de gerenciamento de resultados (GU; LEE; ROSETT, 2005; HOCHBERG, 2012).

Tabela 2.5 Correlação das variáveis

(A)	AD<0	MTB	END	TAM	DICON	DIF
AD<0	1					
MTB	0.02	1				
END	0.08	0.01	1			
TAM	-0.13***	0.19***	0.09***	1		
DICON	-0.07**	-0.29***	-0.06**	-0.17***	1	
DIF	-0.04	-0.16***	-0.07**	-0.17***	0.49***	1
(B)	AD>0	MTB	END	TAM	DICON	DIF
AD>0	1					
MTB	-0.04	1				
END	-0.09**	0.02	1			
TAM	-0.25***	0.41***	0.15***	1		
DICON	0.03	-0.30***	-0.01	-0.31***	1	
DIF	-0.01	0.05**	0.11***	0.25***	0.20***	1
(C)	AD	MTB	END	TAM	DICON	DIF
AD	1					
MTB	1.50E-03	1				
END	0.03	0.04**	1			
TAM	-0.17***	0.35***	0.18***	1		
DICON	-0.06**	-0.30***	-0.07***	-0.27***	1	
DIF	-0.03**	-0.03**	0.06***	0.12***	0.33***	1

*Notas: (A) matriz de correlação para os *accruals* discricionários negativos (em módulo); (B) matriz de correlação para os *accruals* discricionários positivos; (C) matriz de correlação para os *accruals* discricionários absolutos
Níveis de significância: 1% (***) , 5% (**), 10% (*)

Os resultados das regressões encontram-se na Tabela 2.6. Os modelos M1 e M2 têm como variáveis dependentes o módulo dos *accruals* discricionários negativos (*income decreasing*), que representam o gerenciamento dos resultados para piorá-los.

Corroborando com as matrizes de correlação apresentadas na Tabela 2.5, tanto no modelo M1 quanto no M2 foi identificada, ao nível de 1% de significância, uma relação negativa entre o *income decreasing* e o tamanho das empresas, indicando que empresas maiores são menos propensas a reduzir os resultados discricionariamente.

No modelo M2, o *income decreasing* apresentou relação positiva com o *Market to Book*, sugerindo que empresas sem expectativas de crescimento incorrem menos na redução

discricionária dos resultados. Apesar da suposição de que as IFRS reduzem as oportunidades para as práticas de gerenciamento de resultados, a redução discricionária dos resultados parece não ter sido impactada pela adoção às normas internacionais de contabilidade.

Os modelos M3 e M4 têm como variáveis dependentes os *accruals* discricionários positivos (*income increasing*). No modelo M3, o controle estatal apresentou relação positiva com o *income increasing*, sugerindo que as empresas controladas pelo governo tendem a gerenciar seus resultados de forma a aumentá-los. Mesmo controlando pelos efeitos da adoção completa às normas internacionais de contabilidade (modelo M4), as empresas de controle estatal apresentaram tendência a aumentar os resultados discricionariamente.

Tais resultados corroboram a hipótese H_{2.2}, sugerindo que empresas controladas pelo governo podem ter incorrido no aumento discricionário dos resultados a fim de melhorar as expectativas do mercado. Conforme o esperado, foi observada uma relação positiva entre o *Market to Book* e os *accruals* positivos, indicando que as oportunidades de crescimento incentivam as práticas de *income increasing*.

Assim como nos modelos M1 e M2, reforçando a suposição de que as grandes empresas são minunciosamente acompanhadas por diversos investidores institucionais e analistas de mercado, os resultados dos modelos M3 e M4 apontaram uma relação negativa entre o tamanho das empresas e os *accruals* discricionários positivos, sugerindo que empresas maiores são menos propensas a praticar o aumento discricionário dos resultados. Corroborando a melhora da qualidade das informações contábeis após a adoção às IFRS, no modelo M4, foi verificado que a adoção às normas internacionais de contabilidade reduziu as oportunidades para as práticas de *income increasing*.

Os modelos M5 e M6 adotaram como variáveis dependentes os *accruals* discricionários absolutos, representando a extensão com que os resultados são gerenciados. Ambos os modelos identificaram uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e a expectativa de crescimento das empresas, reiterando que empresas com expectativas de crescimento são mais inclinadas a praticar o gerenciamento de resultados.

Assim como nos demais modelos, os modelos M5 e M6 identificaram uma relação negativa entre o tamanho das empresas e os *accruals* discricionários absolutos, apontando que empresas maiores têm menor tendência a incorrer no gerenciamento de resultados. Portanto, corroborando os achados de estudos anteriores para o mercado brasileiro (JOIA; NAKAO, 2014; NARDI; NAKAO, 2009; SILVA et al, 2014; SINCERRE et al, 2016; SOUSA; GALDI, 2016), todos os modelos deram sustentação à lógica de que o escrutínio por parte de investidores

institucionais e analistas de mercado para com as grandes empresas reduzem as oportunidades para os gestores manipularem os resultados (GU; LEE; ROSETT, 2005; HOCHBERG, 2012).

No que tange à estrutura de propriedade e controle, as hipóteses H_{2.3} e H_{2.4} não foram corroboradas pelos resultados, visto que nenhum dos modelos identificou haver relação do gerenciamento de resultados com a concentração acionária, nem com o excedente do direito de controle sobre o direito de propriedade detidos pelos três maiores acionistas. Destaca-se, entretanto, que Moura, Ziliotto e Mazzioni (2016), ao analisarem o período de 2008 a 2014, também não constataram relação entre o gerenciamento de resultados e a concentração de propriedade e controle no mercado brasileiro.

Também semelhante aos achados de Moura, Ziliotto e Mazzioni (2016), a listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa parece não exercer influência sobre as práticas de gerenciamento de resultados.

Tabela 2.6 Resultados dos modelos econométricos 2.3 e 2.4

Foram realizadas 6 regressões, as quais representam os modelos das Equações 2.3 e 2.4. Os modelos M1 e M2 adotaram como variável dependente o módulo dos *accruals* discricionários negativos (*income decreasing*), enquanto os modelos M3 e M4 tiveram como variável dependente os *accruals* discricionários positivos (*income increasing*) e os modelos M5 e M6 adotaram os *accruals* discricionários absolutos como variáveis dependentes. O teste VIF (*Variance Inflation Factor*) não constatou problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, sendo todos os valores VIF abaixo de 10. Os testes de Breush Pagan rejeitaram a hipótese nula de efeitos *pooled*, enquanto os testes de Hausman não rejeitaram a hipótese nula de efeitos aleatórios. Todas as regressões foram estimadas segundo o modelo de efeitos aleatórios de dados em painel. Os testes de Wald e de Wooldridge para dados em painel identificaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Tais problemas foram tratados pela adoção dos estimadores robustos de White.

Variable	AD<0		AD>0		AD	
	M1 (Equação 2.3)	M2 (Equação 2.4)	M3 (Equação 2.3)	M4 (Equação 2.4)	M5 (Equação 2.3)	M6 (Equação 2.4)
CEST	-0.001	-0.001	0.012**	0.011*	0.003	0.003
IFRS		0.002		-0.006**		-1.77E-04
DIF	-8.69E-05	-7.09E-05	-2.42E-05	-9.69E-05	-1.15E-04	-1.16E-04
DIF*CEST	2.01E-04	2.11E-04	-4.15E-04	-4.24E-04	-2.22E-05	-2.33E-05
MTB	0.001	0.001*	0.003***	0.002***	0.001**	0.001**
END	0.006	0.005	-0.005	-0.004	0.003	0.003
CRISE	-0.001	-0.001	0.002	0.001	2.14E-04	1.74E-04
DICON	-7.82E-05	-7.09E-05	4.43E-05	4.02E-05	-4.71E-05	-4.75E-05
TAM	-0.002***	-0.003***	-0.004***	-0.004***	-0.003***	-0.003***
NGCBMF	1.75E-05	4.05E-05	3.73E-05	0.001	7.90E-05	8.17E-05
SETOR						
Petróleo, gás	0.009	0.009	0.012	0.010	0.010	0.010
Materiais básicos	0.010**	0.010**	0.003	0.003	0.009**	0.010**
Bens Industriais	0.002	0.002	0.006	0.006	0.004	0.004
Consumo não cíclico	0.020***	0.020***	-0.007	-0.006	0.017***	0.017***
Consumo cíclico	0.005	0.006	0.010	0.009	0.006	0.006
Saúde	0.021**	0.021**	-0.022***	-0.027***	0.019**	0.019**
Tecnologia	0.015**	0.015**	0.013	0.014	0.016**	0.016**
Telecomun.	0.005	0.006	0.013	0.014	0.012*	0.012*
Utilidade pública	-0.005	-0.005	0.004	0.003	-0.002	-0.002
_cons	0.068***	0.068***	0.075***	0.076***	0.075***	0.075***
N (obs)	1313	1313	550	550	1863	1863
N (groups)	225	225	150	150	250	250
Teste de Breush Pagan						
Prob>chi2=	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Hausman						
Prob>chi2=	0.113	0.239	0.225	0.482	0.823	0.783

Níveis de significância: 1% (**), 5% (**), 10% (*)

2.5. Considerações Finais

Este estudo buscou analisar o comportamento do gerenciamento de resultados em empresas brasileiras controladas pelo governo, bem como avaliar se a estrutura de propriedade e controle afeta o nível de gerenciamento de resultados tanto em empresas de controle estatal quanto naquelas de controle privado. O estudo abrangeu o período de 2006 a 2015, analisando uma amostra composta por 250 empresas, dentre as quais foram identificadas 26 de controle estatal.

As análises foram feitas mediante aplicação de testes não paramétricos e de regressões múltiplas com dados em painel. Como *proxy* do gerenciamento de resultados foram adotados os *accruals* discricionários, os quais foram apurados conforme o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995). Foram analisadas tanto a amplitude quanto a direção do gerenciamento de resultados, representadas pelos valores absolutos dos *accruals* e pelos *accruals* sinalizados, respectivamente.

Como variáveis explanatórias de interesse, foram adotadas uma *dummy* de controle estatal, a soma dos percentuais de direito de controle dos três maiores acionistas e o excedente de direito de controle em relação ao direito de propriedade dos mesmos. As variáveis explanatórias de controle foram tamanho da empresa, endividamento, oportunidade de crescimento, *dummy* de crise, *dummy* de listagem nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa e *dummy* de setor.

Os resultados dos testes não paramétricos indicaram que as empresas controladas pelo governo apresentaram maior concentração de direito de controle, bem como maior excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade. No entanto, nenhuma dessas variáveis apresentou relação estatística com o gerenciamento de resultados. Além disso, foi identificado que as empresas de controle estatal apresentaram maior tendência a incorrer no *income increasing*.

Corroborando a hipótese de que tais empresas seriam motivadas a aumentar os resultados discricionariamente para melhorar as expectativas do mercado, os resultados das regressões apontaram que empresas controladas pelo governo tiveram maior propensão a praticar o aumento discricionário dos resultados. Cabe destacar que, devido ao período analisado nesta pesquisa ter abrangido uma fase em que foi exposta ao mercado a fragilidade da governança corporativa dessas empresas, considerando os escândalos de corrupção envolvendo estatais e políticos brasileiros, é possível que a tendência ao aumento discricionário dos resultados tenha sido motivada pela desvalorização dessas empresas pelo mercado.

Com relação aos *accruals* discricionários absolutos, os mesmos não apresentaram relação com o controle estatal e, portanto, não foi possível corroborar a hipótese de que empresas estatais gerenciam mais do que empresas privadas. No que tange às demais variáveis, verificou-se que empresas maiores tendem a reportar resultados de maior qualidade, corroborando o escrutínio por parte de analistas de mercado e investidores institucionais para com essas empresas.

A adoção completa às normas internacionais de contabilidade reduziu as oportunidades para os gestores incorrerem nas práticas de *income increasing*. Além disso, os resultados apontaram que as empresas com oportunidades de crescimento são mais inclinadas a praticar o gerenciamento de resultados, principalmente do tipo *income increasing*.

Como contribuições, os resultados deste estudo sinalizam que o controle estatal exerce influência sobre as práticas de gerenciamento de resultados, visto que as empresas controladas pelo governo apresentaram tendência a aumentar os resultados discricionariamente. Tais resultados indicam a necessidade de melhorias em relação à transparência dessas empresas, tornando o processo de elaboração das informações financeiras independente do acionista controlador (governo) e reduzindo as oportunidades para o mesmo interferir na qualidade dos resultados divulgados.

Entre as limitações do presente estudo encontra-se a impossibilidade de abranger todas as empresas controladas pelo governo brasileiro no período de análise, visto que o governo também participa como acionista majoritário em empresas do setor bancário. Além disso, não foi possível abordar o governo como último acionista, dada a complexidade envolvida e tempo demandado para analisar as estruturas piramidais presentes na amostra, o que poderia auxiliar na identificação de mais empresas sob controle indireto do governo.

Para estudos futuros, é sugerido analisar a transparência de bancos controlados pelo governo, bem como de fundos de pensão de estatais. Também é recomendado que seja feita uma análise da qualidade das informações divulgadas por empresas financiadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), à fim de identificar a relevância dada pelo governo à transparência dessas empresas.

CAPÍTULO 3: CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM ESTATAIS BRASILEIRAS

3.1. Introdução

A qualidade da informação contábil possibilita reduzir a assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*, facilitando a avaliação pelos investidores acerca do desempenho financeiro das empresas (IBGC, 2015). Desse modo, as informações contábeis possibilitam às partes contratantes avaliar e acompanhar a execução dos objetivos contratuais (MARTINEZ, 2010).

Conforme destacam Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2010), o acionista controlador pode manipular as informações contábeis a fim de distorcer a percepção dos *outsiders* quanto à real situação econômica e patrimonial da empresa. É atribuição do conselho de administração, o qual é considerado uma ferramenta essencial em um sistema de governança corporativa (IBGC, 2015; RAN et al, 2015), assegurar que as demonstrações financeiras representem clara e fidedignamente a situação econômica, financeira e patrimonial da organização (IBGC, 2015).

Nesse sentido, considerando que o conselho de administração possui como uma de suas atribuições o monitoramento da qualidade da informação contida nas demonstrações contábeis, cabe ao mesmo atuar de forma a reprimir o gerenciamento de resultados. (RAN et al, 2015; VAFEAS, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). Por conseguinte, ao considerar que o conselho de administração monitora os gestores a fim de proteger os interesses dos acionistas, é esperado que a composição do mesmo exerça influência sobre a qualidade dos relatórios contábeis (HOLTZ; SARLO NETO, 2014; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003).

No âmbito internacional, muitos estudos buscaram analisar como as características inerentes ao conselho de administração se relacionam com a qualidade das informações contábeis (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; KLEIN, 2002; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; PARK; SHIN, 2004; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005; RAN et al, 2015; VAFEAS, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). No entanto, no Brasil, poucos estudos analisaram essa relação (HOLTZ; SARLO NETO, 2014; MARTINEZ, 2010).

No tocante aos conselhos de administração de empresas estatais, Musacchio e Lazzarini (2015, p. 200) argumentam que “os governos podem cooptar membros do conselho de administração e nomear autoridades públicas (por exemplo, ministros), capazes de influenciar os conselhos de administração”. Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1994, 1997) apontam que empresas controladas pelo Estado são dirigidas por burocratas, os quais podem priorizar seus interesses políticos em detrimento dos interesses sociais que teriam essas empresas.

A intervenção política pode constituir-se por meio do clientelismo ou patronagem, onde afiliados partidários e indivíduos influenciados por políticos no poder são nomeados como administradores da empresa, não havendo uma seleção baseada em critérios que valorizem aspectos como o mérito e a capacidade dos candidatos em gerenciar as estatais (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2015, p. 144).

Considerando a “infiltração” política nos conselhos de administração de empresas controladas pelo governo, podendo comprometer a efetividade do conselho em monitorar e zelar pela qualidade dos resultados reportados, pontua-se a relevância de analisar as características dos conselhos de administração dessas empresas e verificar como tais características se relacionam com as práticas de gerenciamento de resultados.

Diante de tais colocações, este estudo buscou responder às seguintes questões: Quais são as características dos conselhos de administração das empresas estatais? Como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados?

Em conformidade com as questões de pesquisa, os objetivos deste estudo consistiram em analisar algumas das características dos conselhos de administração de empresas estatais e como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados.

Para o alcance dos objetivos da pesquisa, foram adotadas as seguintes etapas metodológicas: (1) selecionar as empresas listadas na BM&FBovespa; (2) identificar aquelas de controle estatal; (3) identificar algumas das características dos conselhos de administração das empresas da amostra; (4) comparar tais características entre empresas de controle estatal e aquelas de controle privado; e (5) analisar a relação entre cada uma dessas características com o gerenciamento de resultados.

3.2. Referencial Teórico

Neste tópico são abordados aspectos concernentes ao papel do conselho de administração frente à qualidade das informações contábeis e estudos prévios sobre a relação entre o gerenciamento de resultados e as características dos conselhos de administração.

3.2.1. O Conselho de Administração como Mecanismo de Controle Interno

A relação de agência constitui-se em um contrato pelo qual uma ou mais pessoas, denominada (s) proprietário(s) ou principal(is), delega(m) a uma terceira pessoa, denominada agente, o poder de tomar decisões relacionadas à execução de serviços em nome do(s)

contratante(s). Contudo, pela Teoria de Agência, o agente nem sempre agirá com vistas a maximizar a riqueza do principal, podendo agir de forma a maximizar seus benefícios às expensas do contratante, ocasionando os problemas de agência. Esse conflito de interesses aplica-se à relação entre acionistas majoritários e minoritários, visto que os majoritários tendem a maximizar seus benefícios enquanto diluem os custos de agência entre todos os acionistas, expropriando os minoritários. (JENSEN; MECKLING, 1976)

Como mecanismo de proteção aos acionistas, destaca-se o conselho de administração, o qual é um órgão colegiado responsável por tomar decisões com relação ao direcionamento estratégico da organização, além de zelar pelo atendimento aos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da empresa. Além das decisões de cunho estratégico, é atribuição do conselho de administração monitorar a diretoria, representando os sócios perante a mesma. (IBGC, 2015)

De acordo com Fraile e Fradejas (2014), em países em que as empresas se caracterizam pela elevada concentração de controle, como é o caso do Brasil, os conselhos de administração devem resguardar os interesses dos acionistas minoritários, evitando que estes sejam expropriados pelos acionistas majoritários. Nesse sentido, Upadhyay, Bhargava e Faircloth (2014) apontam que os conselhos de administração constituem-se em um efetivo mecanismo de governança, e que a efetividade dos conselhos depende de fatores tais como sua independência, tamanho, organização interna, bem como da estrutura de propriedade e controle das empresas.

O conselho deve atuar de forma a evitar a assimetria informacional, zelando pela transparência. Nesse sentido, atribui-se ao conselho de administração o dever de assegurar que as demonstrações financeiras refletem claramente a real situação econômica, financeira e patrimonial da organização (IBGC, 2015), devendo reprimir as práticas de gerenciamento de resultados (MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; RAN et al, 2015; VAFEAS, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003).

Os membros do conselho são eleitos pelos sócios, devendo representar o melhor interesse da organização, independentemente das partes que os elegeram. Quanto à composição, os membros do conselho de administração classificam-se em três categorias: internos, externos e independentes. Os membros internos são aqueles que ocupam cargos de diretoria ou são empregados diretos da organização. (IBGC, 2015)

Os membros externos são aqueles que não possuem vínculo comercial, empregatício ou de direção com a organização, mas apresentam alguma relação com a empresa, tais como ex-diretores e ex-empregados, advogados e consultores que prestam serviços à organização, sócios

ou empregados de empresas controladoras, controladas ou do mesmo grupo econômico e seus familiares, bem como os gestores de fundos com participação significativa. (IBGC, 2015)

São classificados como independentes os membros do conselho que não possuem os vínculos característicos dos membros internos e externos com a empresa, nem qualquer tipo de relação com sócios com participação significativa, empresas do mesmo grupo econômico, executivos, prestadores de serviços e ou empresas do terceiro setor que possam influenciar consideravelmente os julgamentos, opiniões, decisões ou afetar as ações do conselho em detrimento do melhor interesse da organização. (IBGC, 2015)

Para assessorá-lo no controle da qualidade das informações contábeis, o conselho de administração pode contar com um comitê de auditoria. Os comitês de auditoria devem ser compostos, preferencialmente, somente por membros do conselho de administração e, para o exercício de suas atribuições, pelo menos um de seus membros deve ter experiência nas áreas contábil, de controles internos, de informações e operações financeiras e de auditoria independente. (IBGC, 2015)

Com relação às empresas controladas pelo governo, Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015) apontam que a cúpula governante tende a apontar burocratas e aliados para compor os conselhos de administração dessas empresas. De acordo com os autores, isso seria um problema, pois tais membros teriam pouco incentivo para fiscalizar os gestores, que também são comumente aliados políticos indicados pelo governo. Logo, tanto a gestão quanto a fiscalização dessas empresas estariam sob influência dos governantes.

Por sua vez, os governantes podem usar o poder que detém sobre essas empresas para o alcance de objetivos políticos, como, por exemplo, para beneficiar grupos de interesse que os tenham apoiado nas campanhas eleitorais (SHLEIFER; VISHNY, 1997), bem como para investir em projetos em favor de aliados, mesmo que tais projetos não tragam retornos sociais ou financeiros, e para auferir ganhos financeiros ilícitos (propinas) (SHLEIFER, 1998).

3.2.2. Conselho de Administração e Gerenciamento de Resultados: estudos prévios

Xie, Davidson e Dadalt (2003) analisaram a função do conselho de administração e dos comitês de auditoria e executivo na prevenção do gerenciamento de resultados. Os autores utilizaram uma amostra composta pelas primeiras 110 empresas integrantes do índice S&P 500, conforme ordem alfabética, abrangendo os anos de 1992, 1994 e 1996. Foi aplicado o método de regressão multivariada, sendo o gerenciamento de resultados a variável dependente, representado pelos *accruals* discricionários.

As variáveis independentes de interesse referentes a cada grupo (conselho de administração, comitê de auditoria e comitê executivo) foram abordadas separadamente em diferentes regressões devido à correlação entre tais variáveis. Essas variáveis foram as seguintes: número de reuniões, percentual de membros dependentes e independentes, tamanho, percentual de membros com experiência como executivos em companhias abertas, percentual de membros com experiência como executivos em instituições financeiras, percentual de membros com experiência como executivos em bancos comerciais ou de investimento, percentual de membros profissionais em advocacia, percentual de membros representantes de grupos de acionistas e percentual de membros representantes de empregados.

Além dessas variáveis, especificamente para o conselho de administração, foi incluída uma variável *dummy* com valor igual a um caso o CEO fosse presidente do conselho. Como resultados, verificou-se que uma maior frequência de reuniões dos conselhos de administração e comitês de auditoria, bem como a presença nesses grupos de membros com experiência corporativa ou financeira, associaram-se a menores níveis de discricionariedade nas informações contábeis.

Peasnell, Pope e Young (2005) objetivaram investigar se os conselhos de administração efetivamente monitoram e adotam ações para reduzir as práticas de gerenciamento de resultados. Para tanto, os autores adotaram uma amostra composta por empresas listadas no mercado de capitais do Reino Unido no período de junho de 1993 a maio de 1996. O estudo focou em situações onde o desempenho das empresas mostrou-se fraco, caso em que as empresas seriam incentivadas a aumentar os resultados discricionariamente, bem como em situações em que o desempenho foi excepcionalmente bom, caso em que as empresas teriam forte incentivo para incorrer na redução discricionária dos resultados.

Para análise dos dados, os autores adotaram o método de regressão múltipla, onde o gerenciamento de resultados, representado pelos *accruals* discricionários, foi a variável dependente, enquanto as variáveis explanatórias referentes às características dos conselhos de administração foram independência, existência de comitê de auditoria, exercício dos cargos de CEO e presidente do conselho pelo mesmo indivíduo e tamanho dos conselhos. Os autores identificaram que, quando o desempenho, representado pelo fluxo de caixa operacional, foi negativo ou inferior ao do exercício anterior, a independência dos conselhos mostrou-se efetiva em reduzir as oportunidades para os gestores incorrerem no aumento discricionário dos resultados.

Além disso, os autores verificaram que as chances dos *accruals* discricionários serem suficientemente altos, a ponto dos resultados divulgados excederem o esperado, foi

significativamente menor em empresas com conselhos mais independentes. Foi verificado ainda que a mera presença de um comitê de auditoria não impacta no gerenciamento de resultados, levando os autores a concluir que os modos de operação e a qualidade dos comitês de auditoria devem ser considerados para analisar a efetividade desse mecanismo de governança na redução das práticas de gerenciamento de resultados.

O estudo de Marra, Mazzola e Prencipe (2011) teve como objetivo analisar o impacto de duas características concernentes aos conselhos de administração, independência e existência de comitê de auditoria, sobre a qualidade das informações financeiras após a adoção às normas internacionais de contabilidade (IFRS). Os autores utilizaram uma amostra composta por 222 companhias não financeiras listadas na bolsa de valores de Milão entre 2003 e 2006, sendo os anos de 2003 e 2004 de pré-adoção adoção às IFRS e os anos de 2005 e 2006 de pós-adoção às normas internacionais de contabilidade.

O estudo adotou o gerenciamento de resultados para analisar a qualidade das informações financeiras, sendo que quanto maior o nível de gerenciamento de resultados, menor a qualidade daquelas. Os resultados do estudo apontaram que tanto a independência do conselho quanto a existência de comitê de auditoria contribuem com a qualidade das informações contábeis, apresentando relação negativa com as práticas de gerenciamento de resultados. Esses resultados persistiram mesmo após controlar pela adoção às IFRS, ressaltando a relevância dos controles internos na mitigação do gerenciamento de resultados.

Chaney, Faccio e Parsley (2011) analisaram a relação entre a qualidade das demonstrações contábeis e a presença de membros políticos na alta administração de 4500 empresas situadas em 19 países. A pesquisa compreendeu dois intervalos temporais, sendo um de 2001 a 2005 e o outro de 1996 a 2005. Como metodologia, foram aplicadas regressões múltiplas, sendo a qualidade das informações contábeis a variável dependente, representada pelo desvio padrão dos *accruals* discricionários.

Como variáveis independentes de controle, os autores incluíram o percentual de direito de controle do maior acionista, uma *dummy* com valor igual a um para as empresas cujo maior acionista é uma família ou indivíduo com pelo menos 20% das ações com direito a voto, ciclo operacional, tamanho das empresas, volatilidade do fluxo de caixa sobre o ativo total, volatilidade das vendas sobre o ativo total, crescimento anual das vendas, *Market-to-Book* e alavancagem. Os autores controlaram ainda pelas características específicas de cada país, incluindo um índice de direitos *anti-director* e um índice internacional de corrupção.

O estudo identificou uma relação negativa entre a qualidade das informações contábeis e a presença de membros políticos nas empresas. Foi verificado que empresas maiores e mais

endividadas apresentaram menores níveis de gerenciamento de resultados. Além disso, os autores verificaram que empresas situadas em países que oferecem fraca proteção legal aos acionistas minoritários (menor índice *anti-director*) e com maiores níveis de corrupção são mais propensas a praticar o gerenciamento de resultados.

Ran et al (2015) estudaram a relação das características dos conselhos de administração com a qualidade das informações contábeis, adotando como *proxies* desta última duas medidas, sendo a primeira dada pelo coeficiente do lucro por ação sobre o preço da ação e a outra representada pelos *accruals* discricionários, obtidos conforme os modelos de Kothari, Leone e Wasley (2005), Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1996). A amostra do estudo foi composta por 2.379 empresas não financeiras listadas no mercado chinês entre 1999 e 2012.

Além do tamanho, composição, frequência de reuniões e remuneração do conselho de administração, o estudo abrangeu características tais como o nível educacional, a experiência profissional, a idade e o gênero dos membros do conselho. Os resultados apontaram que a remuneração dos membros do conselho, a presença de membros do sexo feminino, a presença de membros mais velhos e de profissionais com experiência nos ramos contábil e acadêmico são fatores positivamente relacionados com a qualidade das informações contábeis.

O estudo de Martinez (2010) teve como objetivo analisar se as características dos conselhos de administração que atendiam aos preceitos de boas práticas de governança corporativa, conforme cartilhas da CVM e do IBGC (2003), relacionavam-se a uma menor propensão ao gerenciamento de resultados.

As características dos conselhos de administração abordadas pelo estudo foram tamanho do conselho, número de conselheiros independentes, quantidade de reuniões por ano, *dummy* de participação dos membros dos conselhos nos resultados e separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo. Como proxy de gerenciamento de resultados, o autor adotou os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Quanto à amostra, o autor utilizou as empresas cujos dados dos conselhos de administração constavam no relatório “Brasil 1999: Index Spencer Stuart of Boards” da Spencer Stuart, abrangendo os anos de 1998 e 1999. Para a análise dos dados, foi adotado um modelo de regressão múltipla. Os resultados do estudo indicaram que quanto maior o conselho de administração, maior a propensão ao gerenciamento de resultados e que, quanto maior a frequência anual de reuniões dos conselhos, menor o gerenciamento de resultados.

Holtz e Sarlo Neto (2014) investigaram como as características concernentes ao conselho de administração se relacionam com a qualidade das informações contábeis divulgadas. O período analisado abrangeu os anos de 2008 a 2011, sendo a amostra do estudo

composta por 207 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa e com um índice de liquidez anual em bolsa superior a 0,001, totalizando 678 observações. Com relação às características do conselho, foram analisadas aquelas referentes ao tamanho do conselho, independência do mesmo e separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo da empresa.

Como *proxies* da qualidade da informação contábil, adotaram-se a relevância da informação contábil e a informatividade dos lucros. Os dados foram analisados mediante aplicação da técnica de regressão múltipla, sendo utilizados dois modelos econométricos, um para cada *proxy* da qualidade da informação contábil. Os resultados apontaram que tanto a relevância do patrimônio líquido, quanto à informatividade dos lucros relacionaram-se positivamente com a independência do conselho de administração.

Com relação às características referentes à separação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo e ao tamanho do conselho, foi identificado que a relevância do patrimônio líquido relacionou-se positivamente com a primeira, enquanto a informatividade dos lucros apresentou relação negativa com a segunda.

O estudo de Cunha e Piccoli (2017) teve como objetivo analisar a influência do *board interlocking*, situação em que um indivíduo é membro de dois ou mais conselhos de administração, sobre o gerenciamento de resultados das empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) entre os anos de 2011 e 2013. Como *proxy* de gerenciamento de resultados os autores adotaram os *accruals* discricionários apurados conforme o modelo KS (1995).

O *board interlocking* foi representado pelas medidas de centralidade de grau, para as conexões diretas de conselheiros, e de centralidade de intermediação, para as conexões indiretas. Como variáveis de controle, os autores incluíram características dos conselhos tais como independência, *dummy* de separação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho, tamanho dos conselhos, compensação dos conselheiros e quantidade anual de reuniões, além de incluir características das empresas, como o tamanho, listagem nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa e classificação setorial.

Como resultados, os autores identificaram que quanto maior a centralidade de grau, maior o gerenciamento positivo de resultados e que a intermediação dos membros do conselho de administração influencia as variações dos *accruals* positivos e negativos, indicando que o comportamento do gerenciamento de resultados pode ser transmitido entre empresas por meio do *board interlocking*.

Foi identificado que conselhos mais independentes praticaram mais o gerenciamento positivo de resultados, enquanto o tamanho dos conselhos mostrou uma relação negativa com o *income increasing* e positiva com o *income decreasing*. Além disso, o estudo identificou que conselhos que se reúnem mais vezes ao ano apresentaram menor tendência a praticar o aumento discricionário dos resultados.

3.2.3. Conselho de Administração e Gerenciamento de Resultados: Hipóteses de pesquisa

Visto que os conselheiros independentes são menos vulneráveis à influência dos gestores, a independência dos conselheiros confere aos mesmos condições para monitorar a qualidade das informações contábeis de maneira mais efetiva. (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; KLEIN, 2002; VAFEAS, 2000).

Nessa perspectiva, espera-se que conselhos mais independentes reduzam as oportunidades para os gestores manipularem os resultados reportados. Tal lógica fundamenta a hipótese H_{3.1}:

H_{3.1}: A independência dos conselheiros reduz as práticas de gerenciamento de resultados.

A relação entre a efetividade e o tamanho do conselho de administração é ambígua. Se, por um lado, conselhos de administração maiores podem ser mais dispersos e menos efetivos no exercício de suas atribuições (MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; VAFEAS, 2000), por outro lado, conselhos de administração maiores têm maior probabilidade de conter membros com conhecimentos relevantes sobre informações financeiras, possibilitando uma maior efetividade no monitoramento das demonstrações contábeis (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003).

Portanto, considerando essas duas vertentes, não foi esperado no presente estudo um sinal específico para a relação entre o gerenciamento de resultados e o tamanho dos conselhos de administração.

Dentre as atribuições dos conselhos de administração, encontram-se a de punir, demitir, avaliar e compensar os diretores executivos das empresas, funções estas que evidenciam a existência de conflitos de interesses entre os CEOs e os conselhos de administração. Por conseguinte, para exercer suas funções de maneira efetiva, o conselho de administração não pode ser presidido pelo diretor executivo, pois, caso o seja, pode comprometer a independência do conselho e sua efetividade (DESENDER et al, 2013; JENSEN, 1993).

Nessa perspectiva, o IBGC (2015) destaca que a separação dos papéis de diretor executivo e presidente do conselho é de extrema importância para preservar a integridade do sistema de governança. Considerando que é atribuição do conselho zelar pela qualidade das informações financeiras (IBGC, 2015), reprimindo o gerenciamento de resultados (MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; RAN et al, 2015; VAFEAS, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003), tal função pode ser prejudicada juntamente com a efetividade do conselho de administração quando este é presidido pelo diretor executivo.

Espera-se, portanto, que conselhos de administração que tenham como presidente o próprio CEO da empresa sejam menos efetivos na prevenção ao gerenciamento de resultados. A partir de tal proposição foi constituída a hipótese H_{3.2}:

H_{3.2}: O exercício dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho pelo mesmo indivíduo favorece as práticas de gerenciamento de resultados.

Conforme dispõe o IBGC (2015), o diretor presidente não deve sequer ser membro do conselho, podendo participar de suas reuniões apenas como convidado, para preservar a independência do conselho.

Nesse sentido, de acordo com os autores Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017), quando o CEO da empresa participa como membro regular do conselho de administração da mesma, a efetividade da função de monitoramento do conselho pode ser afetada, ainda que o CEO não ocupe o cargo de presidente do conselho. A partir de tais considerações, foi elaborada a hipótese H_{3.3}:

H_{3.3}: A presença do diretor presidente como membro do conselho de administração aumenta as práticas de gerenciamento de resultados.

Conselhos de administração que se reúnem com maior frequência podem dedicar mais tempo às suas atividades, dentre elas zelar pela qualidade das informações contábeis (MARTINEZ, 2010; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). Corroborando tal proposição, os achados de Martinez (2010), Xie, Davidson III e Dadalt (2003) e Ran et al (2015) apontaram que empresas com conselhos de administração mais dedicados, aqueles que se reúnem com maior frequência, são menos propensas às práticas de gerenciamento de resultados.

Portanto, é esperado que conselhos de administração que se reúnem mais frequentemente contribuam para a qualidade dos resultados contábeis, reprimindo as práticas de gerenciamento de resultados. Considerando tal proposição, foi proposta a hipótese H_{3.4}:

H_{3.4}: Conselhos que se reúnem com maior frequência são mais efetivos em reduzir as práticas de gerenciamento de resultados.

O comitê de auditoria é um órgão de assessoramento que auxilia o conselho de administração no monitoramento da qualidade das demonstrações financeiras (IBGC, 2015), devendo reprimir as práticas de gerenciamento de resultados (KLEIN, 2002; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). De acordo com o IBGC (2015), “a existência de um comitê de auditoria é uma boa prática para todo e qualquer tipo de organização”.

Por conseguinte, espera-se que os gestores sejam menos propensos ao gerenciamento de resultados quando o conselho de administração é assessorado por um comitê de auditoria. Partindo dessa colocação, foi formulada a hipótese H_{3.5}:

H_{3.5}: A existência de comitê de auditoria no conselho de administração reduz as práticas de gerenciamento de resultados.

Na sequência, são apresentados os aspectos metodológicos deste estudo.

3.3. Metodologia

Para realizar a presente pesquisa, adotou-se uma amostra composta por 201 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa em 2016, ano em que os dados foram coletados, deduzidas aquelas com insuficiência de dados para a apuração dos *accruals* discricionários. Os dados da pesquisa foram extraídos do Formulário de Referência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Económatica®.

Para análise dos dados foram aplicados testes não paramétricos e regressões múltiplas com dados em painéis não balanceados, mediante uso do *software* Stata®. O período analisado abrangeu os anos de 2010 a 2015, compreendendo um intervalo temporal de seis anos, considerando que a Instrução Normativa nº 480 da CVM, a qual implementou o uso do Formulário de Referência, passou a vigorar no exercício de 2010. Nesse período, 25 empresas estiveram sob o controle do governo, conforme demonstrado no Apêndice A.

3.3.1. Variável dependente: *Accruals* discricionários

O presente estudo adotou como *proxy* de gerenciamento de resultados os *accruals* discricionários, estimados conforme o modelo KS, o qual já fora descrito no Capítulo 2 desta dissertação.

Para fins de recapitulação, o modelo KS de mensuração dos *accruals* discricionários é apresentado a seguir:

$$AT_{it} = \varphi_0 + \varphi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \varphi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \varphi_3[\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

$$AT_{it} = (\Delta CGL - \text{Depreciação \& Amortização}_{it}) / Ativo\ total_{it-1}$$

$$\delta_1 = C.R_{i,t-1} / Rec_{i,t-1}$$

$$\delta_2 = (CGL - CRec_{i,t-1}) / Desp_{i,t-1}$$

$$\delta_3 = DEPREC_{i,t-1} / A.Imob_{i,t-1}$$

Onde: AT_{it} = *accruals* totais da empresa i no ano t; Rec_{it} = Receita Líquida da empresa i no ano t (excluindo tributação); $Desp_{it}$ = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação & Amortização da empresa i no ano t; CGL = Capital de Giro Líquido da empresa i no ano t, excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar; $At.Imob_{it}$ = (Imobilizado + Diferido + Intangível) da empresa i no ano t; $C.R_{it-1}$ = Contas a Receber da empresa i no período t-1; $DEPREC_{it-1}$ = Despesas de Depreciação da empresa i no período t-1; sendo as variáveis Rec_{it} , $Desp_{it}$ e $At.Imob_{it}$ escaladas em termos de ativos totais no período t-1.

Os *accruals* discricionários são representados pelos erros-padrão (ε_{it}) da Equação 3.1.

3.3.2. Variáveis Explanatórias de Interesse

O Quadro 3.1 apresenta as características dos conselhos de administração abordadas neste estudo, bem como os estudos nacionais e internacionais que analisaram essas mesmas características.

Quadro 3.1 Características dos conselhos abordadas no estudo

Variáveis	Fonte da coleta dos dados	Representação	Referências	
Independência	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	Quociente da quantidade de conselheiros independentes pela quantidade total de conselheiros	Nacionais	Barros, Soares e Lima (2013); Correia, Amaral e Louvet (2011); Cunha e Piccoli (2017); Holtz e Sarlo Neto (2014); Martinez (2010); Peixoto (2012); Silva, Santos e Almeida (2011)
			Internacionais	Anderson, Mansi e Reeb (2004); Klein (2002); Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Vafeas (2000); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Tamanho do Conselho	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	Logaritmo natural da quantidade total de conselheiros efetivos	Nacionais	Barros, Soares e Lima (2013); Correia, Amaral e Louvet (2011); Cunha e Piccoli (2017); Holtz e Sarlo Neto (2014); Martinez (2010); Silva, Santos e Almeida (2011)
			Internacionais	Anderson, Mansi e Reeb (2004); Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Ran et al (2015); Vafeas (2000); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Número de reuniões	Item 12.4 do Formulário de Referência	Quantidade anual de reuniões do conselho	Nacionais	Cunha e Piccoli (2017); Martinez (2010)
			Internacionais	Ran et al (2015); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Separação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	<i>Dummy</i> com valor igual a um para empresas em que os cargos de presidente do conselho e diretor presidente são ocupados pelo mesmo indivíduo e valor igual a zero caso contrário	Nacionais	Andrade et al (2016); Barros, Soares e Lima (2013); Correia, Amaral e Louvet (2011); Cunha e Piccoli (2017); Holtz e Sarlo Neto (2014); Martinez (2010); Peixoto (2012); Silva, Santos e Almeida (2011)

			Internacionais	Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Peasnell, Pope e Young (2005); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Participação do diretor presidente como membro do conselho	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	<i>Dummy</i> com valor igual a um caso o diretor presidente seja membro efetivo do conselho de administração e valor igual a zero caso contrário	Nacionais	Andrade et al (2016); Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017)
Existência de comitê de auditoria	Item 12.1 do Formulário de Referência	<i>Dummy</i> com valor igual a um para empresas com comitê de auditoria e valor igual a zero caso contrário	Nacionais	Silva, Santos e Almeida (2011)
			Internacionais	Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Peasnell, Pope e Young (2005)

Fonte: elaboração da autora.

3.3.3. Variáveis explanatórias de controle

Na sequência, são apresentadas as variáveis de controle inseridas no modelo econométrico do presente estudo.

a) Controle estatal

Para analisar a propensão às práticas de gerenciamento de resultados em empresas de controle estatal, foi adotada uma variável *dummy* à qual foi atribuído valor igual a um para as empresas controladas pelo governo e zero para as empresas de controle privado. Para fazer essa distinção, foi adotado o critério utilizado por Brey et al (2014), considerando como empresas de controle estatal aquelas em que o governo (federal, estadual ou municipal) deteve mais que 50% do capital votante, caracterizando o controle de forma direta, ou por intermédio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e de fundos de pensão de empresas estatais (FUNCEF; PETROS; PREVI), caracterizando o controle de forma indireta.

Espera-se que o controle estatal seja positivamente relacionado com as práticas de gerenciamento de resultados, com vistas a dificultar a percepção dos acionistas minoritários acerca do comportamento oportunista dos agentes políticos e burocratas.

b) Tamanho da empresa

Empresas maiores tendem a ser mais bem monitoradas, visto que as mesmas teriam entre seus *outsiders* um maior volume de analistas e investidores institucionais, reprimindo o comportamento discricionário (GU; LEE; ROSETT, 2005; HOCHBERG, 2012; PARK; SHIN, 2004).

Os achados de Nardi e Nakao (2009), Joia e Nakao (2014), Silva et al (2014), Sincerre et al (2016) e Sousa e Galdi (2016) corroboraram tal proposição para o mercado brasileiro, uma vez que tais estudos identificaram uma relação negativa entre tamanho da empresa e propensão ao gerenciamento de resultados. Por conseguinte, é esperado que os resultados do presente trabalho sejam convergentes aos encontrados por esses autores.

Como proxy de tamanho da empresa, tendo como referência trabalhos prévios (CUNHA; PICCOLI, 2017; DOU et al, 2016; GU; LEE; ROSETT, 2005; JOIA; NAKAO, 2014; NARDI; NAKAO, 2009; PERSAKIS; IATRIDIS, 2016; RAN et al, 2015; SINCRERRE et al, 2016; SOUSA; GALDI, 2016), foi adotado o logaritmo natural do ativo total de cada empresa (*i*) para cada ano (*t*) abrangido pela pesquisa.

c) Endividamento

O endividamento das empresas incentiva o monitoramento das mesmas por parte de seus credores, podendo desencorajar ou restringir as práticas de gerenciamento de resultados (GHAZALI; SHAFIE; SANUSI, 2015; PARK; SHIN, 2004; SILVA et al, 2014). A partir dessa ideia, pode-se esperar uma relação negativa entre endividamento e gerenciamento de resultados.

Por outro lado, o endividamento pode incentivar os gestores a manipular os resultados contábeis para evitar que as cláusulas contratuais de empréstimos e financiamentos sejam violadas (CHARITOU; LAMBERTIDIS; TRIGEORGIS, 2007; SWEENEY, 1994). De acordo com Joia e Nakao (2014), os gestores podem manipular os dados contábeis com o intuito de preservar as relações contratuais com os credores. Nessa perspectiva, pode-se esperar que haja uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e o endividamento.

Para testar essa relação, foi adotada uma variável *proxy* de endividamento, dada pelo quociente do passivo oneroso (empréstimos + financiamentos + debêntures) sobre o ativo total. Utilizada por Albanez, Valle e Corrar (2012), por Silva et al (2014) e por Joia e Nakao (2014), essa medida representa a dependência da empresa em relação aos recursos de terceiros (JOIA; NAKAO, 2014).

d) Oportunidade de crescimento

A oportunidade de crescimento pode incentivar os gestores a incorrer na manipulação das informações contábeis para criar expectativas de fluxo de caixa futuro a seus acionistas e demais *stakeholders*, refletindo na valorização das empresas pelo mercado (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; MARTINEZ, 2001). Por conseguinte, as empresas com expectativa de crescimento tenderiam a praticar o gerenciamento de resultados (HOCHBERG, 2012; SILVA et al, 2014)

Nessa perspectiva, foi incluído no modelo econométrico da presente pesquisa uma variável *proxy* da oportunidade de crescimento, dada pelo quociente do valor de mercado da empresa sobre seu valor contábil (*Market to Book*). Considerando os achados de estudos nacionais (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; MARTINEZ, 2001; SILVA et al, 2014), é esperado que esta pesquisa identifique uma relação positiva entre oportunidade de crescimento e gerenciamento de resultados.

e) Crise

Conforme Dimitras, Kyriakou e Iatridis (2015), os períodos de crise podem incentivar os gestores a manipular os resultados como forma de evitar a falência das empresas. Para Iatridis e Dimitras (2013), o uso do gerenciamento de resultados pode ser ampliado durante períodos de crise em resposta às incertezas enfrentadas pelas empresas durante tais períodos e para mitigar os efeitos negativos que seriam gerados pelas informações financeiras.

Chintrakarn, Jiraporn e Kim (2017) apontam que, em períodos de crise, as empresas seriam menos motivadas a gerenciar resultados. Nessa perspectiva, as crises seriam convenientes para explicar o baixo desempenho, reduzindo a motivação e a necessidade para os gestores praticarem o gerenciamento de resultados.

Para Trombetta e Imperatore (2014), a sobrevivência organizacional constitui-se em motivação para o gerenciamento de resultados. Segundo os autores, ao passo que uma crise se torna mais intensa, os objetivos organizacionais podem ser alterados e, por conseguinte, o comportamento do gerenciamento de resultados em relação ao período de crise. Nesses termos, os autores argumentam que a relação entre gerenciamento de resultados e crise financeira é variável, havendo o decréscimo no gerenciamento de resultados quando a crise é branda e aumento no *earnings management* quando a crise é mais acentuada.

Para testar a relação entre crise e gerenciamento de resultados, foi inserida no modelo econômético deste estudo uma variável *dummy* de crise à qual foi atribuído valor igual a um para os anos de crise (2014; 2015) e zero para os demais anos (2010; 2011; 2012; 2013).

Os anos de crise foram definidos como aqueles em que o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro apresentou variação quase nula (em 2014), chegando a uma variação negativa (em 2015), conforme demonstrado na Figura 2.1 do Capítulo 2.

f) Segmento de listagem na BM&FBovespa

Considerando que empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) devem cumprir com os requisitos de governança corporativa exigidos pelos respectivos segmentos de listagem, é esperado que essas empresas apresentem resultados mais transparentes (menor nível de gerenciamento de resultados) do que as demais (EFURTH; BEZERRA, 2013).

Efurth e Bezerra (2013) encontraram uma relação negativa entre a listagem no segmento Novo Mercado e a propensão ao gerenciamento de resultados, enquanto Cunha e Piccoli (2017) não identificaram haver uma relação significativa entre os níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa e os *accruals* discricionários.

Para testar essa relação, foi incluído no modelo econométrico uma variável *dummy* à qual foi atribuído valor igual a um para as empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa e valor zero para as empresas listadas no segmento tradicional.

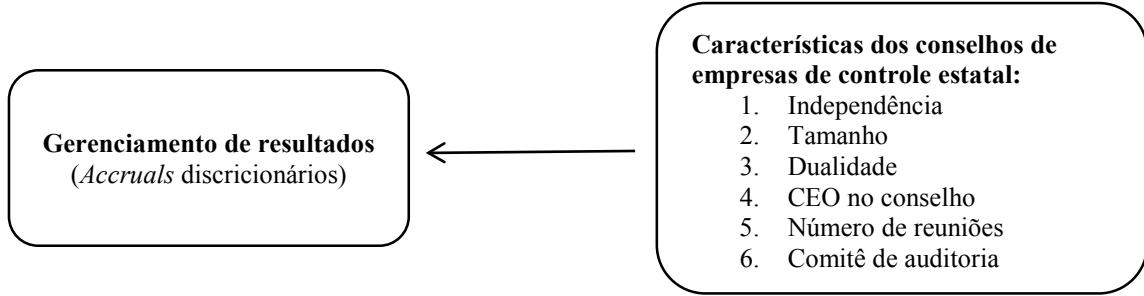
g) Setor

Para controlar pelas diferenças nos níveis de *accruals* entre os setores, foram incluídas no modelo econométrico nove variáveis *dummies* de setor, considerando dez setores distintos, conforme classificação da BM&FBovespa, a qual também fora adotada por Cunha e Piccoli (2017) e Silva et al (2014).

3.3.4. Modelo de pesquisa e aspectos econôméticos

A seguir, a Figura 3.1 demonstra o modelo empírico que fundamentou a presente pesquisa.

Figura 3.1 Modelo empírico II: gerenciamento de resultados e conselho de administração



HIPÓTESES:

H_{3.1}: A independência dos conselheiros reduz as práticas de gerenciamento de resultados.

H_{3.2}: O exercício dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho pelo mesmo indivíduo favorece a prática de gerenciamento de resultados.

H_{3.3}: A presença do diretor presidente como membro do conselho de administração aumenta as práticas de gerenciamento de resultados.

H_{3.4}: Conselhos que se reúnem com maior frequência são mais efetivos em reduzir as práticas de gerenciamento de resultados.

H_{3.5}: A existência de comitê de auditoria no conselho de administração reduz as práticas de gerenciamento de resultados.

Fonte: elaborada pela autora.

Assim como em Andrade et al (2016) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017), as variáveis dicotômicas que se referem à participação do diretor presidente como membro efetivo do conselho de administração e à participação do mesmo como presidente do conselho de administração foram abordadas separadamente, mediante a aplicação de duas regressões. São apresentados a seguir os modelos de regressão adotados neste estudo:

$$\begin{aligned}
 AD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CEST_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 CRISE_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 INDEP_{it} \\
 & + \beta_7 TAMca_{it} + \beta_8 QTREUNI_{it} + \beta_9 DUAL_{it} + \beta_{10} COMAUD_{it} + \beta_{11} NGCBMF_{it} \\
 & + \beta_{12} SETOR + \varepsilon_{it} \quad (3.2)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 AD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CEST_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 CRISE_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 INDEP_{it} \\
 & + \beta_7 TAMca_{it} + \beta_8 QTREUNI_{it} + \beta_9 CEOinCA_{it} + \beta_{10} COMAUD_{it} + \beta_{11} NGCBMF_{it} \\
 & + \beta_{12} SETOR + \varepsilon_{it} \quad (3.3)
 \end{aligned}$$

Onde: AD_{it} - os *Accruals* discricionários da empresa i no ano t ; $CEST_{it}$ - *dummy* de controle estatal da empresa i no ano t ; MTB_{it} - *Market-to-Book* da empresa i no ano t ; END_{it} - endividamento da empresa i no ano t ; $CRISE_{it}$ - *dummy* de crise; TAM_{it} - tamanho da empresa i no ano t ; $INDEP_{it}$ - quantidade de conselheiros independentes sobre o total de conselheiros; $TAMca_{it}$ - logaritmo natural da quantidade total de conselheiros efetivos da empresa i no ano t ; $QTREUNI_{it}$ - quantidade de reuniões do conselho de administração da empresa i no ano t ; $DUAL$ - separação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho; $COMAUD$ - existência de comitê de auditoria; $NGCBMF_{it}$ - *dummy* de listagem em um dos níveis

diferenciados de governança corporativa; SETOR_{it} – classificação setorial da empresa i no ano t; CEOinCA – diretor presidente é membro efetivo do conselho.

3.4. Apresentação e Análise dos Resultados

A Tabela 3.1 apresenta os resultados da regressão múltipla pelo Método dos Mínimos Quadrados em dois Estágios, conforme o modelo KS de apuração dos *accruals* discricionários.

Tabela 3.1 Regressão modelo KS (1995) de apuração dos *accruals* discricionários

Foi aplicado o teste de Hausman, o qual rejeitou a hipótese nula de efeitos aleatórios. Em seguida, foi aplicado o teste de Chow para verificar qual modelo seria o mais apropriado, o de efeitos fixos ou *pooled*. Não foi rejeitada a hipótese nula de efeitos *pooled*, indicando que esse modelo é o mais apropriado à regressão. Os testes de Wald e de Wooldridge para dados em painel identificaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Tais problemas foram tratados pela adoção dos estimadores robustos de White.

AT	Coef.	Robust			
		Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
δ1Rec	-4.998E-04	0.003	-0.150	0.884	-0.007 0.006
δ2Desp	-0.402***	0.104	-3.860	0.000	-0.607 -0.198
δ3Imob	-0.549**	0.266	-2.070	0.039	-1.071 -0.028
cons	-0.005	0.009	-0.560	0.576	-0.022 0.012

*Notas:

Number of obs = 1310

Níveis de significância: 1% (**), 5% (**), 10% (*)

Teste de Hausman: Prob>chi2 = 0.003

Teste de Chow: Prob > F = 1.000

O tratamento dos *outliers* se deu pelo método de winsorização, conforme demonstrado no Apêndice B. Estimados os *accruals* discricionários, são apresentadas as estatísticas descritivas na Tabela 3.2. As empresas estatais apresentaram maior média de *accruals* discricionários positivos, enquanto as empresas de controle privado apresentaram maior média de *accruals* discricionários negativos. Em termos de amplitude, as empresas de controle privado mostraram maior média de *accruals* discricionários absolutos.

As empresas controladas pelo governo, em média, apresentaram valor de mercado 21% inferior ao valor contábil, indicando que essas empresas são menos valorizadas pelo mercado. O endividamento das empresas de controle privado apresentou média superior ao de empresas estatais, indicando que empresas de controle privado são mais dependentes de recursos de terceiros.

Com relação às características dos conselhos de administração, em empresas controladas pelo governo, foi identificada uma média de dez reuniões por ano, enquanto nas empresas de controle privado os conselhos de administração se reuniram aproximadamente seis vezes por ano.

Em termos de independência, os conselhos de administração das empresas de controle privado mostraram que apenas 18% dos membros dos conselhos são independentes, sendo este o dobro do percentual médio de independência dos conselhos de empresas estatais. Considerando a amostra total, foi observado que o percentual de conselheiros independentes é inferior ao recomendado pelo IBGC (2015), que em seu Código das Melhores Práticas de Governança menciona que, se não todos, pelo menos mais da metade dos conselheiros devem ser independentes.

Ademais, foi observado que nenhum dos conselhos de administração das empresas analisadas se apresentou 100% independente, havendo ao menos um conselho com 63% de membros independentes e ao menos um sem a presença de conselheiros independentes. Quanto ao tamanho, os conselhos de administração de empresas controladas pelo governo apresentaram-se maiores do que aqueles de empresas não estatais.

Tabela 3.2 Estatísticas descritivas por tipo de controle

Variable	Controle estatal					Controle privado				
	Obs	Mean	Std. Dev.	Mín.	Max.	Obs	Mean	Std. Dev.	Mín.	Max.
AD>0	42	0.04	0.03	1.2E-04	0.09	361	0.03	0.03	5.3E-05	0.09
AD<0	62	-0.03	0.03	-0.11	-2.6E-05	789	-0.04	0.03	-0.11	-6.4E-06
AD	104	0.03	0.03	2.6E-05	0.11	1150	0.04	0.03	6.4E-06	0.11
MTB	141	0.79	1.04	-0.04	4.55	1676	1.35	1.40	-0.04	4.55
END	141	0.14	0.17	0.00	0.83	1676	0.21	0.21	0.00	0.83
TAM	141	15.12	1.60	10.51	17.02	1676	13.79	2.22	8.36	17.02
QTREUNI	135	10.37	3.03	4.00	12.00	1371	5.78	3.35	1.00	13.00
INDEP	141	0.09	0.16	0.00	0.63	1651	0.18	0.20	0.00	0.63
TAMca	141	2.08	0.37	1.10	2.77	1651	1.76	0.43	0.69	2.77

*Nota: Para apresentação das estatísticas descritivas, foram considerados os *accruals* discricionários negativos sinalizados.

Em seguida, foram comparadas as características dos conselhos de administração das empresas estatais com as das empresas de controle privado. Para testar a significância estatística das diferenças das variáveis qualitativas dos conselhos entre empresas estatais e não estatais, foi aplicado o teste qui quadrado. O teste qui quadrado é utilizado quando se pretende analisar o grau de associação entre duas variáveis qualitativas, onde são comparadas as frequências esperadas e obtidas em cada uma das categorias (FIELD, 2009; TAVARES, 2007).

Com relação à separação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho, conforme se pode verificar na Tabela 3.3, enquanto 12,86% das observações feitas em empresas controladas pelo governo identificaram que os cargos de presidente do conselho e diretor

presidente foram exercidos pela mesma pessoa, 23,87% das observações feitas nas empresas de controle privado constataram que ambos os cargos foram exercidos pela mesma pessoa. Nesse quesito de governança corporativa, as empresas controladas pelo governo se apresentaram mais bem governadas.

Tabela 3.3 Dualidade de cargos por tipo de controle

Característica	Controle privado	Controle estatal
Diretor presidente não é o presidente do conselho	76,13%	87,14%
Diretor presidente é o presidente do conselho	23,87%	12,86%
% Total	100%	100%
Nº de observações	1.613	140
Pearson chi2 (1) = 8,8225		
Pr = 0,003		

A Tabela 3.4 apresenta os resultados do teste qui quadrado para verificar a participação do diretor presidente como membro do conselho de administração em relação ao tipo de controle. Os resultados apontam que as empresas estatais apresentaram maior proporção de casos em que os diretores presidentes são membros dos conselhos de administração (70,21%).

Extrai-se dos resultados das Tabelas 3.3 e 3.4 que os diretores presidentes tenderam a participar dos conselhos de administração das empresas controladas pelo Estado, contudo, poucos foram os casos em que estes exerceram também o cargo de presidente do conselho.

Tabela 3.4 Participação do diretor presidente no conselho por tipo de controle

Característica	Controle privado	Controle estatal
Diretor presidente não é membro do conselho	48,51%	29,79%
Diretor presidente é membro do conselho	51,49%	70,21%
% Total	100%	100%
Nº de observações	1.614	141
Pearson chi2 (1) = 18,2533		
Pr = 0,000		

Conforme dispõe o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015), a existência de um comitê de auditoria constitui-se em uma boa prática de governança corporativa e todas as empresas devem contar com um comitê de auditoria, independentemente de seu estágio do ciclo de vida.

A despeito disso, na maioria das observações (63,83%), foi verificado que os conselhos de administração de empresas controladas pelo governo não contam com a formação de um comitê de auditoria. Essa situação também foi observada em empresas de controle privado (78,78%). Considerando a amostra total, apenas 22,4% das observações identificaram a existência de comitês de auditoria, resultado insatisfatório em termos de governança corporativa.

A Tabela 3.5 apresenta os resultados do teste qui quadrado para verificação da existência de comitês de auditoria em relação ao tipo de controle.

Tabela 3.5 Existência de comitê de auditoria por tipo de controle

Característica	Controle privado	Controle estatal
Inexistência de comitê de auditoria	78,78%	63,83%
Existência de comitê de auditoria	21,22%	36,17%
% Total	100%	100%
Nº de observações	1.614	141
Pearson chi2 (1) = 16,7056		
Pr = 0,000		

As demais características de conselho (tamanho, independência e quantidade de reuniões) são quantitativas, às quais foi aplicado o teste de normalidade de Shapiro-Wilk para identificar se essas variáveis seguem uma distribuição normal. Os resultados do teste constam na Tabela 3.6. Verifica-se que, a menos de 5% de significância, foi rejeitada a hipótese de normalidade das variáveis.

Tabela 3.6 Teste de normalidade de Shapiro-Wilk para as variáveis quantitativas dos conselhos de administração

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
TAMca	1883	0.974	29.666	8.604	0.000
INDEP	1883	0.988	13.275	6.563	0.000
QTREUNI	1580	0.862	131.793	12.308	0.000

Devido a essas variáveis não seguirem uma distribuição normal, foi aplicado o teste não paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney para compará-las em função do tipo de controle. A Tabela 3.7 apresenta os resultados do teste para as variáveis tamanho do conselho (TAMca), independência dos conselhos (INDEP) e quantidade anual de reuniões (QTREUNI).

O resultado do teste rejeitou a hipótese de igualdade em relação ao tamanho dos conselhos de estatais e não estatais, indicando que as empresas de controle estatal apresentaram

conselhos de administração maiores em relação às empresas de controle privado. Com relação à independência dos conselhos, foi rejeitada a hipótese de igualdade entre as empresas estatais e não estatais. As observações feitas nas empresas controladas pelo governo constataram menor nível de independência dos conselhos de administração destas quando comparadas às empresas de controle privado.

Quanto à frequência anual de reuniões, o resultado do teste de Wilcoxon-Mann-Whitney rejeitou a hipótese nula de igualdade de medianas, indicando que os conselhos de administração de empresas estatais reuniram-se mais vezes ao ano do que aqueles de empresas de controle privado.

Tabela 3.7 Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para as variáveis quantitativas dos conselhos de administração

Variable/group	CEST=0	CEST=1	z	Prob > z
TAMea				
Obs.	1651	141		
Median	1.792	2.079	-9,262	0,000***
INDEP				
Obs.	1651	141		
Median	0.143	0.000	5,324	0,000***
QTREUNI				
Obs.	1371	135		
Median	4.000	12.000	-12,655	0,000***

Níveis de significância: 1% (***) , 5% (**), 10% (*)

Na Tabela 3.8 são apresentadas as matrizes de correlação das variáveis. A matriz de correlação (A) abrange os *accruals* discricionários negativos (*income decreasing*), enquanto a matriz de correlação (B) aborda os *accruals* discricionários positivos (*income increasing*) e a matriz de correlação (C) aborda os *accruals* discricionários absolutos, que representam a amplitude com que os resultados são gerenciados.

Com relação ao *income decreasing*, foi verificado que essa prática de gerenciamento de resultados relaciona-se negativamente com o tamanho das empresas, bem como com o tamanho dos conselhos de administração, sugerindo que empresas maiores e aquelas com maior quantitativo de membros no conselho mostraram-se menos inclinadas à redução discricionária dos resultados.

A frequência anual de reuniões também se mostrou negativamente relacionada ao *income decreasing*, indicando que empresas em que os conselhos de administração se reúnem mais vezes ao ano são menos propensas a gerenciar os resultados de forma a piorá-los. Os resultados da matriz de correlação (B) apontam que o *income increasing* é menos recorrente

nas empresas mais endividadas, indicando que empresas mais dependentes de recursos de terceiros são menos propensas a aumentar seus resultados discricionariamente.

Com relação ao tamanho das empresas, foi identificado que empresas maiores apresentaram menor tendência a incorrer no aumento discricionário dos resultados. Além disso, foi verificado que a independência dos conselhos de administração reduz as práticas de *income increasing*, indicando que conselhos mais independentes são mais efetivos em reduzir as oportunidades para os gestores aumentarem os resultados discricionariamente. Além disso, as práticas de *income increasing* foram menos recorrentes em empresas com conselhos de administração maiores.

A matriz de correlação (C) aponta uma relação negativa entre o tamanho das empresas e os *accruals* discricionários absolutos, indicando que empresas maiores incorreram menos nas práticas de gerenciamento de resultados. O tamanho dos conselhos de administração também mostrou relação negativa com o gerenciamento de resultados, sugerindo que conselhos maiores são mais efetivos em reduzir o comportamento discricionário dos gestores. Observa-se que os conselhos de administração mais independentes e aqueles que se reuniram mais vezes ao ano mostraram estar associados à redução do gerenciamento de resultados.

Considerando as matrizes de correlação (A), (B) e (C), quanto à relação entre as características dos conselhos de administração, foi verificado que conselhos maiores e aqueles menos independentes tendem a se reunir mais vezes ao ano. Esses resultados convergem com aqueles da Tabela 3.7, onde foi identificado que os conselhos das empresas estatais se mostraram maiores e menos independentes, tendo também apresentado maior frequência anual de reuniões.

Observa-se ainda uma relação positiva e significativa entre independência dos conselhos e tamanho dos mesmos, indicando que conselhos maiores tendem a ser mais independentes. No entanto, esse comportamento não foi observado nas empresas estatais, pois as mesmas apresentaram conselhos maiores, contudo, menos independentes, sendo este um possível indício de que o acionista controlador (governo) pode manter um maior contingente de aliados nos conselhos a fim de influenciar suas deliberações.

Tabela 3.8 Correlação das variáveis

(A)	AD<0	MTB	END	TAM	QTREUNI	INDEP	TAMca
AD<0	1						
MTB	4.90E-03	1					
END	0.07	0.01	1				
TAM	-0.19***	0.15***	0.09***	1			
QTREUNI	-0.11***	-0.09**	-0.02	0.28***	1		
INDEP	-0.03	0.28***	0.18***	0.35***	-0.07*	1	
TAMca	-0.06*	0.13***	0.07**	0.58***	0.24***	0.30***	1
(B)	AD>0	MTB	END	TAM	QTREUNI	INDEP	TAMca
AD>0	1						
MTB	-0.04	1					
END	-0.10**	2.00E-03	1				
TAM	-0.25***	0.41***	0.15***	1			
QTREUNI	0.07	-0.03	-0.04	0.13***	1		
INDEP	-0.21***	0.36***	0.11***	0.42***	-0.07*	1	
TAMca	-0.11**	0.38***	0.05	0.70***	0.09***	0.42***	1
(C)	AD	MTB	END	TAM	QTREUNI	INDEP	TAMca
AD	1						
MTB	-0.01	1					
END	0.01	0.03	1				
TAM	-0.20***	0.34***	0.18***	1			
QTREUNI	-0.06*	-0.05*	-3.40E-03	0.19***	1		
INDEP	-0.07**	0.33***	0.17***	0.40***	-0.05**	1	
TAMca	-0.08***	0.29***	0.09***	0.66***	0.17***	0.37***	1

*Notas: (A) matriz de correlação para os *accruals* discricionários negativos (em módulo); (B) matriz de correlação para os *accruals* discricionários positivos; (C) matriz de correlação para os *accruals* discricionários absolutos. Níveis de significância: 1% (***) , 5% (**), 10% (*)

Os resultados das Equações 3.2 e 3.3 encontram-se na Tabela 3.9. Os modelos M1 e M2 tiveram como variáveis dependentes os *accruals* discricionários negativos (*income decreasing*), enquanto os modelos M3 e M4 adotaram como variáveis dependentes os *accruals* discricionários positivos (*income increasing*) e os modelos M5 e M6 tiveram como variáveis dependentes os *accruals* discricionários absolutos.

Os resultados dos modelos M1 e M2 indicam que no período da crise doméstica as empresas tiveram menor tendência a incorrer na redução discricionária dos resultados. Tal comportamento pode se justificar pela ideia de que, em períodos de recessão econômica, as empresas seriam incentivadas a retratar uma situação positiva para afastar os riscos de falência (PERSAKIS; IATRIDIS, 2016) e, portanto, seriam desmotivadas a incorrer na redução discricionária dos resultados.

Além disso, empresas maiores apresentaram uma menor propensão em reduzir os resultados discricionariamente, convergindo com a perspectiva de que essas empresas são acompanhadas mais ativamente pelo mercado, reduzindo as oportunidades para os gestores incorrerem no gerenciamento de resultados (HOCHBERG, 2012; PARK; SHIN, 2004).

Corroborando a proposição de que conselheiros mais independentes são menos propensos a sofrerem influência dos gestores e, portanto, são mais efetivos em monitorá-los, reprimindo o gerenciamento de resultados (KLEIN, 2002; VAFEAS, 2000), os modelos M1 e M2 indicam que a independência dos conselhos reduz as práticas de *income decreasing*.

Apesar de serem poucas as observações em que foi identificada a existência de comitê de auditoria, os resultados dos modelos M1 e M2 apontam que tal órgão aumenta as práticas de redução discricionária dos resultados. Esse resultado não condiz com o esperado, uma vez que os comitês de auditoria têm como uma de suas atribuições auxiliar os conselhos de administração no zelo pela qualidade das informações contábeis, devendo reprimir as práticas de gerenciamento de resultados (KLEIN, 2002; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005).

No entanto, cabe destacar que a existência de comitê de auditoria por si só não implica necessariamente na redução das práticas de gerenciamento de resultados. É necessário também analisar as características dos comitês de auditoria, as quais estariam relacionadas com a efetividade de tais órgãos no zelo pela qualidade das informações contábeis, tais como independência (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; KLEIN, 2002), frequência anual de reuniões (XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003), tamanho (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004), experiência e formação profissional dos membros (XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003).

A título de exemplo, conforme observado na Tabela 3.9, os modelos de regressão indicaram que a independência dos conselhos de administração auxilia na redução das práticas de gerenciamento de resultados. No entanto, foi observado que os conselheiros independentes representaram, em média, menos de um quinto do total de conselheiros (ver Tabela 3.2). Logo, uma vez que os comitês de auditoria são (ou pelo menos deveriam ser) formados por membros dos conselhos de administração (IBGC, 2015), as chances dos comitês de auditoria das empresas da amostra serem compostos por membros independentes são reduzidas.

Corroborando a hipótese H_{3.3}, os resultados do modelo M2 indicam que a participação do diretor presidente como membro do conselho de administração favorece a redução discricionária dos resultados. Tal resultado está de acordo com os apontamentos de Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017), sugerindo que a participação do CEO como membro regular do

conselho de administração compromete a efetividade da função de monitoramento do conselho, mesmo que o CEO não ocupe a presidência do órgão.

Em consonância com os achados de Almeida, Lopes e Corrar (2011) e Martinez (2001), os resultados dos modelos M3 e M4 apontam que empresas com expectativas de crescimento são mais inclinadas a incorrer no aumento discricionário dos resultados. Foi observado ainda que as empresas mais endividadas mostraram menor propensão a praticar o *income increasing*. Esse resultado pode ser justificado pela ideia de que, devido ao maior risco de insolvência, empresas mais endividadas seriam acompanhadas com maior escrutínio por seus credores, reduzindo as oportunidades para os gestores agirem discricionariamente (PARK; SHIN, 2004).

Com relação à variável tamanho das empresas, a mesma mostrou relação negativa com os *accruals* discricionários positivos, indicando que empresas maiores têm menor propensão ao aumento discricionário dos resultados. Esse resultado reforça a ideia de que os analistas de mercado e investidores institucionais acompanham as grandes empresas mais de perto, reduzindo as oportunidades para que as mesmas incorram nas práticas de gerenciamento de resultados (HOCHBERG, 2012; PARK; SHIN, 2004).

A independência dos conselhos de administração mostrou relação negativa com as práticas de *income increasing*, sugerindo que conselhos mais independentes reduzem as oportunidades para os gestores aumentarem os resultados discricionariamente. Assim como em Peasnell, Pope e Young (2005), foi corroborada a ideia de que os conselheiros independentes contribuem com a integridade das informações financeiras. Diferentemente de Cunha e Piccoli (2017), os resultados da presente pesquisa não identificaram haver relação entre o tamanho dos conselhos de administração e as práticas de *income decreasing* e *income increasing*.

Em termos de amplitude dos *accruals*, os resultados dos modelos M5 e M6 sugerem que a crise doméstica reduziu os incentivos para as práticas de gerenciamento de resultados. Como visto nos modelos M1 e M2, essa redução se deu nas práticas de *income decreasing*, enquanto os modelos M3 e M4 não apontaram haver relação entre a *dummy* de crise e as práticas de *income increasing*.

Em períodos de crise, é possível que a redução discricionária dos resultados venha a alarmar investidores e credores e acentuar os riscos de falência das empresas. Portanto, a redução do gerenciamento de resultados apontada nos modelos M5 e M6 seria justificada pela lógica de que, durante a crise doméstica, as empresas evitariam piorar seus resultados discricionariamente para afastarem os riscos de falência (PERSAKIS; IATRIDIS, 2016).

Corroborando a hipótese H_{3.1}, em todos os modelos de regressão a independência dos conselhos de administração apresentou relação negativa com os *accruals* discricionários,

indicando que, em empresas em que os conselhos são mais independentes, os gestores têm menos oportunidades para agir discricionariamente. Tais resultados convergem com aqueles de Holtz e Sarlo Neto (2014), que identificaram que empresas com conselhos mais independentes apresentaram informações contábeis de maior qualidade.

A despeito disso, foi observado um baixo nível de independência dos conselhos de administração das empresas analisadas, principalmente nas empresas controladas pelo governo. Esse resultado indica a necessidade de aumentar a independência dos conselhos de administração dessas empresas, possibilitando reduzir a assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*.

Assim como em Cunha e Piccoli (2017) e Martinez (2010), a acumulação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho pelo mesmo indivíduo não apresentou relação com o gerenciamento de resultados em nenhum dos modelos de regressão. Corroborando os achados de Nardi e Nakao (2009), Joia e Nakao (2014), Silva et al (2014), Sincerre et al (2016) e Sousa e Galdi (2016), o tamanho das empresas apresentou relação negativa com os *accruals* discricionários absolutos, indicando que as práticas de gerenciamento de resultados são menos recorrentes nas grandes empresas.

Quanto aos comitês de auditoria, os resultados sugerem que a constituição desses órgãos por si só não implica necessariamente na redução das práticas de gerenciamento de resultados. Assim como sugerido por Peasnell, Pope e Young (2005), para compreender como os comitês de auditoria afetam as práticas de gerenciamento de resultados é necessário considerar a qualidade de tais órgãos de assessoria, bem como os modos de operação dos mesmos.

Diferentemente de Cunha e Piccoli (2017) e de Martinez (2010), a frequência anual de reuniões dos conselhos de administração não apresentou relação com o gerenciamento de resultados. Apesar de ambos os estudos terem utilizado o modelo KS para apuração dos *accruals* discricionários, enquanto Martinez (2010) abrangeu os anos de 1998 e 1999 e Cunha e Piccoli (2017) abordaram o período de 2011 a 2013, a presente pesquisa abrangeu um período mais extenso, de 2010 a 2015, o que pode justificar por que esta pesquisa não identificou uma relação entre a frequência anual de reuniões dos conselhos de administração e as práticas de gerenciamento de resultados.

Tabela 3.9 Resultados dos modelos econométricos 3.2 e 3.3

Foram realizadas 6 regressões, as quais representam os modelos das Equações 3.2 e 3.3. Os modelos M1 e M2 adotaram como variável dependente o módulo dos *accruals* discricionários negativos (*income decreasing*), enquanto os modelos M3 e M4 tiveram como variável dependente os *accruals* discricionários positivos (*income increasing*) e os modelos M5 e M6 adotaram os *accruals* discricionários absolutos como variáveis dependentes. O teste VIF (*Variance Inflation Factor*) não constatou problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, sendo todos os valores VIF abaixo de 10. Os testes de Breush Pagan rejeitaram a hipótese nula de efeitos *pooled*, enquanto os testes de Hausman não rejeitaram a hipótese nula de efeitos aleatórios. Todas as regressões foram estimadas segundo o modelo de efeitos aleatórios de dados em painel. Os testes de Wald e de Wooldridge para dados em painel identificaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Tais problemas foram tratados pela adoção dos estimadores robustos de White.

Variable	AD<0		AD>0		AD	
	M1 (DUAL)	M2 (CEOinCA)	M3 (DUAL)	M4 (CEOinCA)	M5 (DUAL)	M6 (CEOinCA)
CEST	0.001	0.001	0.009	0.009	0.005	0.004
MTB	2.17E-04	3.19E-04	0.003**	0.002*	4.81E-04	4.84E-04
END	0.004	0.005	-0.022*	-0.022**	-0.003	-0.002
CRISE	-0.005**	-0.005**	1.85E-04	-8.64E-05	-0.004**	-0.004**
TAM	-0.005***	-0.005***	-0.004**	-0.004**	-0.005***	-0.005***
INDEP	-0.016*	-0.016*	-0.027***	-0.026***	-0.014*	-0.015*
TAMca	0.002	0.001	-0.003	-0.001	0.001	0.001
QTREUNI	3.63E-05	2.55E-05	-3.22E-04	-3.86E-04	3.23E-05	1.84E-05
DUAL	0.003		-0.003		-1.53E-04	
CEOinCA		0.005*		-0.003		0.003
COMAUD	0.012***	0.012***	0.006	0.006	0.011***	0.011***
NGCBMF	0.005	0.005	0.002	0.002	0.004	0.004
SETOR						
Petróleo, gás	-0.007	-0.009	-0.015	-0.011	-0.012	-0.012
Materiais básicos	0.007	0.008	1.71E-04	0.001	0.006	0.007
Bens Industriais	0.002	0.002	0.003	0.004	0.003	0.004
Consumo não cíclico	0.024***	0.025***	-0.007	-0.007	0.021***	0.022***
Consumo cíclico	0.008	0.009	0.001	0.002	0.006	0.006
Saúde	0.030***	0.030***	(empty)	(empty)	0.028***	0.029***
Tecnologia	0.026**	0.025**	0.014	0.014	0.018	0.018
Telecomunic.	0.001	0.002	0.007	0.009	0.009	0.009
Utilidade pública	-0.007	-0.006	-0.003	-0.002	-0.007	-0.006
cons	0.096***	0.096***	0.090***	0.093***	0.102***	0.101***
N (obs)	717	719	317	318	1034	1037
N (groups)	176	176	109	109	201	201
Teste de Breush Pagan						
Prob>chi2=	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Hausman						
Prob>chi2=	0.143	0.140	0.408	0.166	0.150	0.122

Níveis de significância: 1% (***) , 5% (**), 10% (*)

3.5. Considerações Finais

Este capítulo teve como objetivos analisar algumas das características dos conselhos de administração de empresas estatais e como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados. O período da pesquisa abrangeu os anos de 2010 a 2015. As análises foram realizadas por meio da aplicação de testes não paramétricos e de regressões múltiplas com dados em painel.

Foram analisadas características tais como tamanho e independência dos conselhos, presença do diretor presidente no conselho de administração, exercício do cargo de presidente do conselho pelo diretor presidente, quantidade anual de reuniões e existência de comitê de auditoria.

A amostra do estudo foi composta por 201 empresas, sendo identificadas 25 empresas de controle estatal. A variável dependente foi representada pelos *accruals* discricionários, os quais foram mensurados conforme o modelo KS (1995) e analisados tanto em termos de direção (*accruals* discricionários sinalizados) quanto de amplitude (*accruals* discricionários absolutos). Como variáveis explanatórias de controle, foram adotadas *dummies* de controle estatal, crise e setor, além das *proxies* de tamanho das empresas, endividamento e *Market to Book*.

Os resultados apontaram que os conselhos de empresas controladas pelo governo tendem a apresentar menor nível de independência do que aqueles de empresas de controle privado, bem como maior quantidade de conselheiros e maior frequência anual de reuniões. Além disso, foi identificado que os conselhos de administração de empresas de controle estatal apresentaram maior tendência a ter o diretor presidente como membro efetivo.

No entanto, as observações realizadas nas estatais apontaram terem sido poucos os casos em que os cargos de diretor presidente e de presidente do conselho foram exercidos concomitantemente pelo mesmo indivíduo. Tanto nas empresas de controle privado quanto naquelas controladas pelo governo, foram poucas as observações que constataram a existência de comitê de auditoria.

Os resultados das regressões identificaram que a independência dos conselhos reduz as práticas de gerenciamento de resultados. Além disso, a participação do diretor presidente como membro do conselho de administração apresentou relação positiva com o *income decreasing*, sugerindo que a presença do diretor presidente no conselho reduz a qualidade dos resultados reportados.

Ao contrário do esperado, a existência de comitê de auditoria mostrou relação positiva com a redução discricionária dos resultados. Esse resultado indica que, no mercado brasileiro,

a constituição de comitês de auditoria, por si só, não implica necessariamente na redução das práticas de gerenciamento de resultados, sendo necessário analisar as características desses comitês e como tais características estariam relacionadas ao gerenciamento de resultados.

Com relação às variáveis explanatórias de controle, foi observado que, no período da crise doméstica as empresas tiveram menor tendência a incorrer na redução discricionária dos resultados, o que pode ser justificado pela ideia de que, em períodos de recessão econômica, as empresas seriam desmotivadas a incorrer na redução discricionária dos resultados para afastarem os riscos de falência. Foi observado que empresas maiores são menos propensas a praticar o gerenciamento de resultados, sugerindo que o maior escrutínio por parte dos analistas de mercado e investidores institucionais para com essas empresas reduz as oportunidades para os gestores agirem discricionariamente.

Foi identificado que empresas com expectativas de crescimento tendem a praticar o aumento discricionário dos resultados. Além disso, foi verificado que empresas mais endividadas mostraram menor propensão às práticas de *income increasing*, indicando que os credores acompanham ativamente essas empresas, reduzindo as oportunidades para o aumento discricionário dos resultados.

Em termos práticos, este estudo alerta sobre a relevância da independência dos conselhos de administração para a redução da assimetria informacional, sugerindo que os investidores estejam atentos a esse aspecto de governança ao tomarem suas decisões de investimentos. O estudo também contribui com os *stakeholders* ao identificar que a simples observância da existência de comitês de auditoria não significa que os mesmos contribuam efetivamente com a redução da assimetria informacional.

Além disso, esse estudo indica a necessidade das empresas listadas no mercado brasileiro melhorarem a qualidade da governança corporativa em relação aos conselhos de administração, tornando-os mais independentes da influência dos grandes acionistas e evitando que o diretor presidente seja membro do conselho. Por fim, este estudo contribui ao sugerir que estudos futuros abordem a participação do diretor presidente como membro do conselho, pois, quando o diretor presidente faz parte do conselho de administração, a efetividade do conselho em reduzir a assimetria informacional pode ser comprometida.

O presente estudo apresenta limitações referentes à não abordagem de outras características inerentes aos conselhos de administração e seus membros, tais como a remuneração, o *board interlocking*, a idade, o gênero, a formação e experiência profissional dos membros, bem como o tempo exato de permanência de cada membro no conselho, tendo em

vista que tais características podem exercer influência sobre a efetividade dos conselhos de administração no exercício de suas atribuições.

Para estudos futuros, é sugerido que sejam analisadas as características dos comitês de auditoria, tais como independência, frequência anual de reuniões, experiência e formação profissional dos membros, comparando essas características entre estatais e não estatais e analisando como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados.

CAPÍTULO 4: CONCLUSÕES

Por servirem como ferramentas essenciais na redução da assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*, é indispensável que as informações contábeis sejam transparentes. Uma vez que o mercado de capitais brasileiro não oferece proteção legal efetiva a seus acionistas e que o mesmo é caracterizado pela concentração de propriedade e controle, os acionistas majoritários podem atuar de forma discricionária, expropriando riqueza dos minoritários. Nesse enredo, as informações contábeis podem ser manipuladas de forma a dificultar a percepção dos acionistas minoritários acerca das perdas por eles sofridas.

Considerando a participação do governo como acionista majoritário, Shleifer e Vishny (1994), Shleifer (1998) e Musacchio e Lazzarini (2015) relatam que empresas estatais estão sujeitas a interferências políticas, sendo que os acionistas minoritários podem ter seus recursos expropriados por representantes (políticos e burocratas) do acionista majoritário (governo). Tendo em vista os sucessivos escândalos de corrupção ocorridos no Brasil envolvendo políticos e estatais, questiona-se sobre a qualidade dos resultados reportados por essas empresas.

No Capítulo 2 foi analisado o comportamento do gerenciamento de resultados em empresas de controle estatal, bem como a relação da concentração acionária e do excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade detidos pelos três maiores acionistas com as práticas de gerenciamento de resultados. Para tanto, o estudo abrangeu o período compreendido entre 2006 e 2015, contando com uma amostra composta por 250 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa, sendo que, em tal período, foram identificadas 26 empresas de controle estatal. O gerenciamento de resultados foi representado pelos *accruals* discricionários, os quais foram apurados conforme o modelo KS (1995).

Os testes não paramétricos de Wilcoxon-Mann-Whitney indicaram que empresas de controle estatal têm maior concentração de controle entre os três maiores acionistas, bem como maior excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade. No entanto, não foi observada relação estatisticamente significativa entre essas variáveis e as práticas de gerenciamento de resultados.

Os resultados das regressões sugerem que as empresas controladas pelo governo apresentaram maior tendência a praticar o aumento discricionário dos resultados. Possivelmente, devido ao período analisado ter abrangido uma fase em que foi exposta a fragilidade da governança corporativa dessas empresas, considerando os escândalos de corrupção envolvendo estatais e políticos brasileiros, essas empresas podem ter incorrido nas práticas de *income increasing* para gerar expectativas positivas para o mercado.

A adoção às normas internacionais de contabilidade (IFRS) reduziu as oportunidades para os gestores aumentarem os resultados discricionariamente. No entanto, mesmo após controlar pelos efeitos da adoção às IFRS, a relação positiva entre controle estatal e os *accruals* positivos permaneceu significante.

Tendo em vista que é atribuição dos conselhos de administração zelar pela representação clara e fidedigna da situação econômica, financeira e patrimonial das empresas, no Capítulo 3, foi feita uma análise de como algumas das características dos conselhos de administração de empresas controladas pelo governo (existência de comitê de auditoria, presença do CEO no conselho, exercício dos cargos de CEO e presidente do conselho pelo mesmo indivíduo, independência dos membros, tamanho e quantidade anual de reuniões) se relacionam com as práticas de gerenciamento de resultados. Além disso, foram comparadas essas características entre empresas estatais e não estatais.

Os dados dos conselhos foram coletados do Formulário de Referência disponível no sítio eletrônico da CVM, o qual foi implementado em 2010, pela Instrução Normativa nº 480 do referido órgão. Por esse motivo, o período abrangido pelo estudo do Capítulo 3 compreendeu os anos de 2010 a 2015. A amostra do estudo foi composta por 201 empresas, entre as quais foram identificadas 25 empresas de controle estatal.

Os resultados apontaram que os conselhos de empresas controladas pelo governo são menos independentes, maiores e se reúnem mais do que os de empresas de controle privado. Foi identificado ainda que a presença do CEO no conselho de administração é mais recorrente em empresas controladas pelo governo. No entanto, apesar da maior participação do CEO como conselheiro, o mesmo não tende a ocupar o cargo de presidente do conselho.

Esse comportamento mostrou-se particularmente interessante, suscitando a hipótese de um possível interesse dessas empresas em ocultar a participação dos CEOs nos conselhos de administração, para passarem ao mercado a impressão de que são “bem governadas” nesse quesito, pois, no Brasil, a participação do CEO no conselho é comumente abordada apenas em relação à ocupação pelo mesmo do cargo de presidente do conselho.

Ademais, os resultados apontaram que a participação do diretor presidente como membro do conselho de administração pode interferir na qualidade dos resultados reportados, uma vez que foi identificado que conselhos em que o CEO é membro efetivo apresentaram tendência a reduzir os resultados discricionariamente. Portanto, ao analisar como as características dos conselhos de administração afetam a qualidade dos resultados reportados, é sugerido que pesquisas futuras considerem a participação do diretor presidente como membro efetivo do conselho.

Foi verificado que a independência dos conselhos reduz as práticas de gerenciamento de resultados. Apesar disso, os conselhos de administração das empresas analisadas mostraram-se pouco independentes. Considerando a amostra total, foram poucas as observações em que foi constatada a existência de comitês de auditoria. Além disso, as empresas que contam com a composição de comitê de auditoria apresentaram tendência a incorrer nas práticas de *income decreasing*.

Esse resultado sugere que a existência de comitê de auditoria, por si só, não implica necessariamente na redução das práticas de gerenciamento de resultados, sendo necessário analisar as características desses comitês, tais como independência, frequência anual de reuniões, bem como formação e experiência profissional dos membros, para identificar como tais características estariam relacionadas ao gerenciamento de resultados e quais delas teriam que ser melhoradas em prol da efetividade dos comitês de auditoria.

Foi observado que os conselhos de administração de empresas estatais apresentaram maior frequência anual de reuniões. Contudo, essa variável não mostrou relação significativa com o gerenciamento de resultados. Ademais, apesar de terem apresentado maior frequência anual de reuniões, não é possível deduzir que as mesmas tenham sido conduzidas de forma produtiva.

A relevância desta pesquisa deve-se à mesma ter evidenciado algumas deficiências da governança corporativa das empresas não financeiras listadas no mercado brasileiro que necessitam ser sanadas para contribuir com a redução da assimetria informacional, tais como conselhos de administração pouco independentes, baixa adoção à constituição de comitês de auditoria, comitês de auditoria ineficientes no auxílio à redução do gerenciamento de resultados e diretor presidente participando dos conselhos de administração.

O presente trabalho contribui ao analisar aspectos da governança em empresas estatais brasileiras e apresentar um retrato desses aspectos para acadêmicos, instituições financeiras, órgãos reguladores, entidades políticas, contribuintes brasileiros, e investidores individuais e institucionais, suprindo-os com informações que podem ser úteis para as decisões de investimentos e de concessões de crédito, bem como para propor melhorias na governança dessas empresas e para estimular novas pesquisas sobre governança corporativa em estatais.

Como contribuições desta dissertação, em relação às empresas controladas pelo governo, destacam-se: (a) os conselhos de administração são menos independentes do que aqueles de empresas não estatais, indicando que a maior quantidade de membros verificada nos conselhos de estatais pode estar relacionada a uma elevada fração de aliados dos representantes do governo para garantir aos mesmos uma maior influência sobre as deliberações dos conselhos,

evidenciando a necessidade de tornar esses conselhos mais independentes; (b) essas empresas mostraram tendência a praticar o aumento discricionário dos resultados, possivelmente para melhorar as expectativas do mercado; (c) o controle acionário é mais concentrado nessas empresas, além dos direitos de controle excederem os direitos de propriedade, aumentando os riscos de expropriação dos acionistas minoritários.

Algumas das limitações deste trabalho referem-se a não abrangência das estatais financeiras e à impossibilidade de abordar o governo como sendo o último acionista, devido à complexidade e o tempo envolvidos na identificação e análise das estruturas piramidais em que participam cada uma das empresas componentes da amostra.

Para estudos futuros, é indicado que seja analisada a qualidade da governança corporativa de empresas financeiras controladas pelo governo brasileiro, bem como de empresas em que os fundos de pensão estatais e o BNDES aplicam seus recursos.

REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R.; L. J. CORRAR. Fatores Institucionais e Assimetria Informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie - RAM**, v. 13, n. 2, p. 76-105, 2012.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000200009>
- ALMEIDA, J. E. F.; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de Resultados para Sustentar a Expectativa do Mercado de Capitais: impactos no índice Market-to-book. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2011. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2011040103>
- AMARAL, H. F.; IQUIAPAZA, R. A.; TOMAZ, W. P.; BERTUCCI, L. A. Governança Corporativa e Divulgação de Relatórios Financeiros Anuais. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 19, n. 1, p. 61-82, 2008.
- AN, Z.; LI, D.; YU, J. Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. **Journal of Banking & Finance**, v. 68, p. 131-152, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.02.007>
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 315–342, 2004. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A.; MENDES-DA-SILVA, W. Reasons for and Implications of the Presence of Institutional Investors in the Ownership Structure of Brazilian Companies. **Corporate Ownership & Control**, v. 13, n. 4, p. 598-608, 2016. <https://doi.org/10.22495/cocv13i4c4p9>
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Dual Class Shares, Board of Directors' Effectiveness and Firm's Market Value: an empirical study. **Journal of Management and Governance**, v. 22, p. 1-40, 2017. <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9375-7>
- BAO, S. R.; LEWELLYN, K. B. Ownership Structure and Earnings Management in Emerging Markets - An institutionalized agency perspective. **International Business Review**, v. 26, p. 828-838, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.002>
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 19, p. 27-39, 2013.
- BLACK, R.; NAKAO, S. H. Heterogeneidade na qualidade do lucro contábil entre diferentes classes de empresas com a adoção de IFRS: evidências do Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 28, n. 73, p. 113-131, 2017. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201702750>

BORGES, M. P. P.; MARTINS, V. F. Existem Práticas de Contabilidade Criativa na Petrobrás? **Revista de Administração de Roraima**, v. 5, n. 1, p. 62-89, 2015.
<https://doi.org/10.18227/2237-8057rarr.v1i1.2485>

BRASIL. Ministério Público Federal. **Caso Lava Jato**. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/para-o-cidadao/caso-lava-jato/entenda-o-caso>>. Acesso em: 22 de outubro de 2017.

BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDERA-DE-MELLO, R. Conexões Políticas em Estruturas de Propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2014.
<https://doi.org/10.1590/S1678-69712014000100005>

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. The Influence of the Ownership and Control Structure on Corporate Market Value in Brazil. **Revista de Contabilidade&Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. C. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, p. 1-18, 2005.

CARVALHO, D. The Real Effects of Government-Owned Banks: Evidence from an emerging market. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 577-609, 2014.
<https://doi.org/10.1111/jofi.12130>

CHANAY, P. K.; FACCIO, M.; PARSLEY, D. The quality of accounting information in politically connected firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, p. 58–76, 2011.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.07.003>

CHARITOU, A.; LAMBERTIDES, N.; TRIGEORGIS, L. Earnings Behaviour of Financially Distressed Firms: The Role of Institutional Ownership. **ABACUS**, v. 43, n. 3, 2007.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2007.00230.x>

CHINTRAKARN, P.; JIRAPORN, P.; KIM, Y. S. Did Firms Manage Earnings more Aggressively during the Financial Crisis? **International Review of Finance**, 2017.
<https://doi.org/10.1111/irfi.12135>

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>

CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, p. 554–580, 2008. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. **Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos**

à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 30 de abril de 2017.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CUNHA, P. R.; PICCOLI, M. R. Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179-196, 2017.
<https://doi.org/10.1590/1808-057x201701980>

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, p. 1-36, 1996. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>

DESENDER, K. A.; AGUILERA, R. V.; CRESPI, R.; GARCÍA-CESTONA, M. When does Ownership Matter? Board characteristics and behavior. **Strategic Management Journal**, v. 34, p. 823-842, 2013. <https://doi.org/10.1002/smj.2046>

DIMITRAS, A. I.; KYRIAKOU, M. I.; IATRIDIS, G. Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe. **Research in International Business and Finance**, v. 34, p. 338–354, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.017>

DINÇ, S. Politicians and Banks: political influences on government-owned banks in emerging markets. **Journal of Financial Economics**, v. 77, p. 453-479, 2005.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.011>

DOU, Y.; HOPE, O.-K.; THOMAS, W. B.; ZOU, Y. Individual Large Shareholders, Earnings Management, and Capital-Market Consequences. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 43, n. 7, p. 872-902, 2016. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12204>

ECONOMÁTICA. **Os Números do Governo Dilma**. Disponível em:
<<https://economatica.com/estudos/data/20160512a.pdf>>. Acesso em: 10 de outubro de 2017.

ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de Resultados nos Diferentes Níveis de Governança Corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, p. 32-42, 2013.

FERNANDES, M.; NOVAES, W. **The Government as a Large Shareholder:** Impact on corporate governance. Working Paper Series 458, CEQEF, FGV-EESP, São Paulo, 2017.

FIELD, A. **Descobrindo a Estatística usando o SPSS**. 2 ed. Tradução de Lorí Viali. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FILIP, A.; RAFFOURNIER, B. Financial Crisis and Earnings Management: the european evidence. **The International Journal of Accounting**, v. 49, p. 455-478, 2014.
<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.10.004>

FLORES, E.; WEFFORT, E. F. J.; SILVA, A. F.; CARVALHO, L. N. G. Earnings management and macroeconomic crises evidences from Brazil and USA capital markets. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 6, n. 2, p. 179-202, 2016.
<https://doi.org/10.1108/JAEE-07-2013-0037>

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F.; HIRAKUTA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 35-52, 2016. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>

FRAILE, I. A.; FRADEJAS, N. A. Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. **European Management Journal**, v. 32, p. 646-657, 2014.
<https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.10.003>

GABRIEL, F. **Impacto da adesão às práticas recomendadas de Governança Corporativa no Índice de Qualidade da Informação Contábil**. 2011. 116 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2011.

GHAZALI, A. W.; SHAFIE, N. A.; SANUSI, Z. M. Earnings Management: An Analysis of Opportunistic Behaviour, Monitoring Mechanism and Financial Distress. **Procedia Economics and Finance**, v. 28, p. 190 - 201, 2015. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01100-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01100-4)

GOMES, A. P. M. Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 149-168, 2016.
<https://doi.org/10.1590/1808-057x201500750>

GOTAC, D. F.; MONTEZANO, R. M. S.; LAMEIRA, V. J. Governança Corporativa e Custos de Agência nas Empresas com Influência Governamental. **Revista Eletrônica Sistemas & Gestão**, v. 10, n. 3, p. 408-425, 2015. <https://doi.org/10.7177/sg.2015.v10.n3.a6>

GU, Z.; LEE, C.-W. J.; ROSETT, J. G. What Determines the Variability of Accounting Accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 313–334, 2005.
<https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>

HEALY P. M; WAHLEN, J. M.A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
<https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>

HISTÓRICAS, Séries. Estatísticas. **IBGE**. Disponível em:
<<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?no=1&op=1&vcodigo=ST13&t=produto-interno-bruto-br-variacao-volume>, 2016>. Acesso em: 01 de março de 2017.

HOCHBERG, Y. V. Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. **Review of Finance**, v. 16, n. 2, p.429-480, 2012. <https://doi.org/10.1093/rof/rfr035>

HOLANDA, A. P. **Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade nas companhias de capital aberto no brasil.** 2012. 108 f. Dissertação (Mestrado em Administração) -Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2012.

HOLTZ, L.; SARLO NETO, A. Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 66, p. 255-266, 2014. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201412010>

IATRIDIS, G.; DIMITRAS, A. I. Financial Crisis and Accounting Quality: Evidence from five European countries. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, v. 29, p. 154 - 160, 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>>

JENSEN, M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

JIANG, F.; ZHU, B.; HUANG, J. CEO's Financial Experience and Earnings Management. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 23, p. 134-145, 2013.
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.03.005>

JOIA, R. M.; NAKAO, S. H. Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. **REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v.8, n.1, p. 22-38, 2014.

JONES, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991. <https://doi.org/10.2307/2491047>

KANG, S. **Earnings management to avoid losses and performance of accrual prediction models**. Working paper, Yale University, New Haven, 1999.

KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in Testing Earnings Management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995. <https://doi.org/10.2307/2491492>

KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 375–400, 2002.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)

KONRAHT, J. M.; SOUTES, D. O.; ALENCAR, R. C. A Relação entre a Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados em Empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 8, n.1, p. 47-62, 2016.
<https://doi.org/10.5380/rcc.v8i1.38219>

KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 163-197, 2005.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. State Ownership and Firm-level Performance. **National Bureau of Economic Research**, nov. 2014.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000100002>

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings Management and Investor Protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)

MARQUES, T. A.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A Concentração Acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p.100-133, 2015. <https://doi.org/10.1590/1678-69712015/administracao.v16n4p100-133>

MARRA, A.; MAZZOLA, P.; PRENCIPE, A. Board Monitoring and Earnings Management Pre- and Post-IFRS. **The International Journal of Accounting**, v. 46, p. 205-230, 2011.
<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.04.007>

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>

MARTINEZ, A. L. Quando o Conselho de Administração e a Auditoria Evitam o Gerenciamento de Resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. **RIC - Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 76-93, 2010.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de Resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.
<https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>

MOURA, G. D.; ZILIOTTO, K.; MAZZIONI, S. Fatores Determinantes da Qualidade da Informação Contábil em Companhias Abertas Listadas na BM&FBovespa. **Revista Contabilidade e Organizações**, v. 27, p. 17-30, 2016.
<https://doi.org/10.11606/rco.v10i27.107810>

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. **Reinventando o Capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios: Brasil e outros países**. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015. 402p.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G.; AGUILERA, R. V. New Varieties of State Capitalism: Strategic and governance implications. **The Academy of Management Perspectives**, v. 29, n. 1, p. 115-131, 2015. <https://doi.org/10.5465/amp.2013.0094>

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 77-100, 2009. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>

PARK, Y. W.; SHIN, H.-H. Board composition and earnings management in Canada. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 431– 457, 2004. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00025-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00025-7)

PEASNELL, K. V.; POPE, P. F.; YOUNG, S. Board Monitoring and Earnings Management: Do outside directors influence abnormal accruals? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 32, n. 7, p. 1311-1346, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x>

PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 2012. 216 f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, 2012.

PEREIRA FILHO, N. A.; FERREIRA, D. F. Teste Monte Carlo de Normalidade Univariado Baseado em Distâncias. **Rev. Bras. Biom.**, v.30, n.3, p. 401-416, 2012.

PERSAKIS, A.; IATRIDIS, G. E. Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, v. 41, p. 73-101, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.12.006>

RAN, G.; FANG, Q.; LUO, S.; CHAN, K. C. Supervisory board characteristics and accounting information quality: Evidence from China. **International Review of Economics and Finance**, v. 37, p. 18–32, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.10.011>

RAZALI, N. M.; WAH, Y. B. Power Comparisons of Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov, Lilliefors and Anderson-Darling Tests. **Journal of Statistical Modeling and Analytics**, v. 2, p. 21-33, 2011.

RODRIGUES, A. A. D. O. N.; FERREIRA, R. C. L.; MANTOVANI, T. B.; KRAUTER, E. Uma Comparaçāo da Qualidade da Informaçāo Contábil entre as Empresas de Capital Misto e as de Controle Privado no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 6, n. 1, p. 76-91, 2016. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v6n1p76-91>

ROYSTON, P. Approximating the Shapiro-Wilk W-test for non-normality. **Statistics and Computing**, v. 2, p. 117-119, 1992. <https://doi.org/10.1007/BF01891203>

ROYSTON, P. Remark AS R94: A Remark on Algorithm AS 181: The W-test for Normality. **Journal of the Royal Statistical Society**, v. 44, n. 4, p. 547-551, 1995. <https://doi.org/10.2307/2986146>

SACULINGGAN, M.; BALASE, E. A. Empirical Power Comparison of Goodness of Fit Tests for Normality In The Presence of Outliers. **Journal of Physics: Conference Series**, v. 435, p. 012041, 2013. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/435/1/012041>

SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; DALMÁCIO, F. Z. A Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Informatividade dos Lucros Contábeis Divulgados pelas Empresas Negociadas na Bovespa. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 301-314, 2010. <https://doi.org/10.4013/base.2010.74.04>

SCHIPPER, K. Commentary on Earnings Management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SHLEIFER, A. **State Versus Private Ownership**. Working paper 6665, National Bureau of Economic Research, 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Politicians and firms. **Quarterly Journal of Economics**, p.995-1025, 1994. <https://doi.org/10.2307/2118354>

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

SILVA, R. L. M. **Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. 2013. 217 f. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2013.

SILVA, J. P.; BONFIM, M. P.; NIYAMA, J. K.; SILVA, C. A. T. Adoção ao padrão IFRS e earnings quality: a persistência do lucro das empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Contabilidade e Organizações**, v. 29, p. 47-55, 2017.
<https://doi.org/10.11606/rco.v11i29.125846>

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Full adoption of IFRSs in Brazil: Earnings quality and the cost of equity capital. **Research in International Business and Finance**, 2017.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.041>

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **RBGN – Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v13i41.835>

SILVA, A. F.; WEFFORT, E. F. J.; FLORES, E. S.; SILVA, G. P. Earnings Management and Economic Crises in the Brazilian Capital Market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 3, p. 268-283, 2014. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020140303>

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004.250 f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2004.

SINCERRE, B. P.; SAMPAIO, J. O.; FAMÁ, R.; SANTOS, J. O. Emissão de Dívida e Gerenciamento de Resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n.72, p. 291-305, 2016. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601660>

SOUSA, E. F.; GALDI, F. C. The relationship between equity ownership concentration and earnings quality: evidence from Brazil. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, v. 51, p. 331-343, 2016.

SWEENEY, A. P. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, p. 281-308, 1994. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90030-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90030-2)

TAVARES, M. **Estatística Aplicada à Administração**. Sistema Universidade Aberta do Brasil, 2007.

THOMAS, J.; ZHANG X. J. Identifying Unexpected Accruals: a comparison of current approaches. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, n. 4, p. 347-376, 2000. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00016-8](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00016-8)

TORRES, D.; BRUNI, A. L.; RIVERA-CASTRO, M. A.; MARTINEZ, A. L. Ownership and Control Structures, Corporate Governance and Income Smoothing in Brazil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.1, n.13, p. 11-34, 2010. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1651991>

TROMBETTA, M.; IMPERATORE, C. The dynamic of financial crises and its non-monotonic effects on earnings quality. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, p. 205-232, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.02.002>

UPADHYAY, A.; BHARGAVA, R.; FAIRCLOTH, S. Board structure and role of monitoring committees. **Journal of Business Research**, v. 67, p. 1486-1492, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.017>

VAFEAS, N. Board Structure and the Informativeness of Earnings. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, p. 139-160, 2000. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00006-5](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00006-5)

XIE, B.; DAVIDSON III, W. N.; DADALT, P. J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 295– 316, 2003. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00006-8](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00006-8)

YAP, B. W.; SIM, C. H. Comparisons of various types of normality tests. **Journal of Statistical Computation and Simulation**, v. 81, n. 12, p. 2141-2155, 2011. <https://doi.org/10.1080/00949655.2010.520163>

ZIMMERMANN, J.; GONTCHAROV, I. **Do accounting standards influence the level of earnings management? Evidence from Germany**. Working Paper 41, 2003.

Apêndice A: Empresas controladas pelo governo por ano de pesquisa

O Apêndice A apresenta a relação de empresas controladas direta ou indiretamente pelo governo entre os anos de 2006 e 2015. Nesse período, foram identificadas 26 empresas controladas pelo governo. Entre os anos de 2010 e 2015, período abrangido pelo Capítulo 3, foram identificadas 25 empresas de controle estatal, sendo que em tal período o governo não deteve o controle da empresa Invest Bemge (21ª da lista).

Empresas controladas pelo governo		Setor (BM&FBovespa)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Petrobras	Petróleo, Gás e biocombustíveis	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
2	Cemig	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
3	Eletrobras	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
4	Copel	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
5	Sabesp	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
6	Celesc	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
7	Copasa	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X		X	X	X
8	Cesp	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
9	Lupatech	Petróleo, Gás e biocombustíveis							X	X		
10	Sanepar	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
11	Telebras	Telecomunicações	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
12	Emae	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
13	Tupy	Bens industriais			X	X	X	X	X	X	X	X
14	Paranapanema	Materiais básicos	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
15	Eletropar	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
16	Ceb	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
17	Casan	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
18	SPturis	Consumo Cíclico	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
19	Celgpar	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
20	Invepar	Bens industriais		X	X	X			X	X	X	X

21	Invest Bemge	Outros	X	X	X	X						
22	Litel	Materiais básicos	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
23	Sauipe	Consumo Cíclico	X	X	X		X	X	X	X	X	X
24	Statkraft	Utilidade Pública						X	X	X	X	
25	Ceee-Gt	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
26	Ceee-D	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X

Fonte: Base de dados Económatica.

Apêndice B: Fração de winsorização dos *outliers*

O Apêndice B apresenta as frações de winsorização das variáveis com valores extremos. Foram gerados gráficos *boxplot* para a detecção dos percentis de winsorização das variáveis.

Variáveis	<i>Winsorized fraction</i>	
	Capítulo 2	Capítulo 3
AD	0.060	0.055
MTB	0.065	0.065
END	0.034	0.029
TAM	0.060	0.057
DIF	0.180	-----
INDEP	-----	0.025
QTREUNI	-----	0.025

* Notas: AD - *Accruals* discricionários; MTB – *Market-to-Bookt*; END – endividamento; TAM – tamanho da empresa; DIF – excedente de direito de controle sobre o direito de propriedade; INDEP – independência dos conselhos; QTREUNI – quantidade anual de reuniões dos conselhos de administração. Não foi identificada a presença de *outliers* nas demais variáveis.