



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

**O IMPACTO DAS DIFERENÇAS CULTURAIS NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA: uma análise do nível país e regional**

PEDRO PAULO MELO ARANTES

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

**UBERLÂNDIA
2019**

PEDRO PAULO MELO ARANTES

**O IMPACTO DAS DIFERENÇAS CULTURAIS NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA: uma análise do nível país e regional**

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

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

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

**UBERLÂNDIA
2019**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

A662i Arantes, Pedro Paulo Melo, 1989-
2019 O impacto das diferenças culturais na governança corporativa
[recurso eletrônico] : uma análise do nível país e regional / Pedro Paulo
Melo Arantes. - 2019.

Orientadora: Fernanda Maciel Peixoto.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Programa de Pós-Graduação em Administração.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.di.2019.969>
Inclui bibliografia.
Inclui ilustrações.

1. Administração. 2. Governança corporativa. 3. Administração de
empresas - Regionalismo. 4. Administração de empresas - Cultura. I.
Peixoto, Fernanda Maciel, 1978-, (Orient.) II. Universidade Federal de
Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

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

PEDRO PAULO MELO ARANTES

**O IMPACTO DAS DIFERENÇAS CULTURAIS NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA: uma análise do nível país e regional**

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

COMISSÃO JULGADORA:

Prof.^a. Dr.^a. Laíse Ferraz Correia
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais

Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira
Universidade Federal de Uberlândia

Prof.^a. Dr.^a. Fernanda Maciel Peixoto
Universidade Federal de Uberlândia
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

Uberlândia, 21 de março de 2019.

*Aos meus pais e familiares como
prova do meu primeiro passo*

Agradecimentos

Há tantas pessoas que tenho que agradecer que apenas uma única página não seria suficiente para citar todas, pois acredito que cada encontro em nossas vidas molda nosso caminho e nos leva ao que somos e fazemos hoje, no entanto, sempre há aqueles que estão mais presentes e possuem maior impacto em nossas vidas e trabalhos.

Agradeço principalmente a minha família por me dar todo tipo de suporte e apoio possível, apenas os mais íntimos sabem tudo o que passo e o que eu precisei para conseguir estar aqui hoje, ainda, meus pais são mais que heróis, foram a manutenção e a força que me permitiu permanecer e chegar até aqui.

Agradeço à minha orientadora que apesar de todos os problemas e devaneios aceitou trabalhar comigo e me ajudou a terminar este trabalho, adiciono também os meus colegas que foram amigos e me ajudaram a permanecer focado, me sentindo bem em um ambiente aparentemente tão solitário, mas que ao lado deles tal palavra nem em minha mente chegou a emergir.

Agradeço a todos do programa de pós-graduação da FAGEN pela gentileza e oportunidades dadas, todos os professores que dedicaram seu tempo às minhas dúvidas, perguntas e trabalhos, ao pessoal da secretaria pelo atendimento sempre pontual e gentil, e a tantos outros que fazem parte da UFU.

Agradeço aos professores que participaram da construção desse trabalho, seja avaliando durante a banca, seja auxiliando em dúvidas ou simples conversas sobre o tema e os estudos.

Por fim, lembro que prefiro não citar nomes, pois até mesmo em minha escrita minha timidez me impede de dizer tudo isso se houver “rostos” escritos aqui, mas sei que todos os presentes se identificam e mesmo que não estejam especificados, todos ao meu redor me deram força para continuar, pois meu maior desafio sempre foi a saúde da minha mente e o conforto do meu meio. Obrigado.

“A menos que modifiquemos a nossa maneira de pensar, não seremos capazes de resolver os problemas causados pela forma como nos acostumamos a ver o mundo”. (Albert Einstein)

Resumo

O presente estudo teve como objetivo compreender um aspecto até então pouco explorado quando relacionado com a governança corporativa (GC), que é a cultura como sua influenciadora. Nas últimas décadas, diversos estudos buscaram entender os determinantes da governança corporativa em nível país e em nível firma. Estudos como os de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) apresentam aspectos inerentes ao sistema legal de um país e à proteção ao investidor minoritário como fatores importantes para diferenciar as práticas de GC entre os países e empresas. Estudos sobre cultura, em sua maioria, não possuem valores para análises quantitativas, no entanto, Hofstede propôs um modelo capaz de atribuir valores às dimensões culturais, abrindo assim a possibilidade para vários estudos quantitativos envolvendo a cultura dos países. Dentro deste cenário, o objetivo geral da pesquisa é analisar se a cultura influencia o gerenciamento de resultados. Nesta dissertação, este objetivo geral foi analisado em dois estudos, os quais buscaram: - Estudo 1: Verificar se a cultura geral dos países influencia a transparência das organizações, o que se refletiria em baixos níveis de gerenciamento de resultados (GR) por elas; - Estudo 2: Verificar, em termos mais restritos, se a cultura regional do Brasil influencia o gerenciamento de resultados. Para alcançar o objetivo do Estudo 1 foi utilizada análise fatorial para agrupar as dimensões de cultura, e análise de regressão para uma amostra de empresas de capital aberto listadas nas bolsas de Brasil, Argentina, México, Chile, Colômbia, Peru e Estados Unidos, disponíveis na base Economatica. Para alcançar o objetivo do Estudo 2 utilizou-se de regressão com dados em painel para uma amostra de empresas brasileiras, separando-as por sua região-sede, visando identificar traços culturais de cada região. Na literatura de governança corporativa, considera-se que o seu conceito seja multidimensional, envolvendo os seguintes mecanismos: conselho de administração; estrutura de propriedade e controle; proteção aos acionistas minoritários; compensação aos gestores e transparência das informações. Este estudo tomou este último como foco, por ser o principal meio de comunicação com os investidores. Para medir a transparência foram usadas duas métricas: (a) Leuz, Nanda e Wisocki (2003) que propõem mensurar a qualidade das informações publicadas através de medidas de suavização dos dados contábeis; e (b) Kang e Sivaramakrishnan (1995) que avaliam os *accruals* discricionários e os *accruals* não discricionários, sendo denominado modelo KS. No que tange aos resultados dos dois estudos, tem-se que dentre as diversas dimensões culturais analisadas, concluiu-se, por exemplo, que nos países onde há uma sociedade mais individualista (representada aqui pelas dimensões Autonomia Afetiva e Autonomia

Intellectual) tende-se a demandar maior nível de transparência (Estudo 1). Para o Estudo 2, constatou-se, a título ilustrativo, que em regiões brasileiras onde a sociedade é mais avessa ao risco, ocorre maior gerenciamento de resultados (modelo Leuz et al., 2003). Ao mesmo tempo, verificou-se que em regiões do Brasil, onde a sociedade é mais focada no planejamento de longo prazo, ocorre um maior gerenciamento dos lucros reportados (modelo Leuz et al., 2003). Em suma, pode-se dizer que a cultura influencia o gerenciamento de resultados das firmas, tanto na análise multi-países como quando se considera a cultura regional ao redor das firmas brasileiras.

Palavras-chave: Cultura; Governança Corporativa; Transparência; Gerenciamento de Resultados; Regionalidade.

Abstract

The aim of this study was to understand an aspect that has been little explored when it comes to corporate governance, which is the possible influence of a country's culture on corporate governance's practices. In the last decades several studies have tried to understand the determinants of corporate governance both at country and firm level. Studies as the one of La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000) for example, presents aspects of a country's legal system and minority shareholders' protection as important factors in differentiating CG practices between countries and companies. Most part of the studies on culture do not measure cultural aspects for a quantitative analysis, however, Hofstede proposed a model able to assign values to cultural dimensions, which enable the occurrence of several quantitative studies involving countries' cultural aspects. Considering such a scenario, the overall goal of this research is to analyze the relation between culture and earnings management. To do so, this research was divided into two studies, which are; - Study 1) Verify whether the general culture of a country could influence organizations' transparency, which would be reflected in the level of earnings management; - Study 2) Verify in more restricted terms, if Brazilian regional culture could influence companies' earnings management. In order to achieve the objective of Study 1, we used factorial analysis to group cultural dimensions and regression to analyze variables' relation for the sample of companies listed on the stock markets of Brazil, Argentina, Mexico, Chile, Colombia, Peru and United States. For Study 2 we used regression with panel data for the sample of Brazilian companies, separating companies by their headquarters' region, in order to identify possible regional cultural traits. According to the literature, corporate governance's concept is multidimensional, involving mechanisms related to the board of directors; ownership structure and control; minority shareholders' protection; managers' compensation and information transparency. This study focuses on the latter one, as it represents communication with investors. We measured transparency through two different metrics: (a) Leuz, Nanda and Wisocki (2003), which proposes to measure the quality of the published information through measures of financial data smoothing; and (b) Kang and Sivaramakrishnan (1995) which assess discretionary accruals and non-discretionary accruals, which was named as the KS model. The results from Study 1 suggest that among the different cultural dimensions analyzed, countries of a more individualistic society (represented by the dimensions Affective Autonomy and Intellectual Autonomy) tend to demand higher levels of transparency. With regard regional aspect in Brazil, it was shown by Study 2 that regions where society is more

risk-averse, earnings management are higher (model Leuz et al, 2003). It has been also observed that in regions where society is more focused on long-term planning there is a higher management of reported profits (model Leuz et al, 2003). Overall, our results suggest culture influences firms' earnings management, both in the multi-country analysis and when considering the regional culture around Brazilian firms.

Keywords: Culture; Corporate Governance; Transparency; Earnings Management; Regionalism.

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Cálculo da variável dependente Gerenciamento de Resultados (Transparência)....	27
Tabela 2 - Primeiro grupo de variáveis independentes – Hofstede (DH).....	28
Tabela 3 - Segundo grupo de variáveis independentes – Schwartz (DS).....	29
Tabela 4 - Variáveis de Controle	30
Tabela 5 - Análise descritiva dos dados a nível empresa obtidos no Economatica	32
Tabela 6 - Análise descritiva dos dados a nível empresa, segmentados por país.....	32
Tabela 7 - Dimensões culturais segundo Hofstede.....	33
Tabela 8 - Dimensões culturais segundo Schwartz	34
Tabela 9 - Correlação entre a Variável Dependente e as Variáveis Independentes	35
Tabela 10 - Correlação entre os grupos de Dimensões Culturais.....	36
Tabela 11 - Matriz de componentes rotativa para as dimensões de Hofstede.....	37
Tabela 12 - Resultados das Regressões dos Modelos Propostos.....	40
Tabela 13 - Variáveis de Controle	54
Tabela 14 - Descrição das Variáveis	56
Tabela 15 - Dimensões de Cultura por Região	56
Tabela 16 - Correlação das Variáveis do Modelo	58
Tabela 17 - Resultado da Regressão (Efeitos Aleatórios)	60
Tabela 18 - Resultado do teste de Robustez via modelo KS	63
Tabela 19 – Síntese e Comparação das Principais Variáveis com o GR.....	65

Sumário

Capítulo 1: Introdução Geral	14
Capítulo 2: Determinantes Culturais e Legais da Governança Corporativa: um Estudo Multi-países	17
2.1 Introdução	17
2.2 Fundamentação teórica	19
<i>2.2.1 Governança corporativa e o mecanismo da transparência</i>	19
<i>2.2.2 Cultura e suas dimensões</i>	21
<i>2.2.3 Estrutura legal e econômica versus governança corporativa</i>	24
<i>2.2.4 Estudos que associam cultura e governança corporativa</i>	24
2.3 Metodologia	26
<i>2.3.1 Seleção das variáveis do estudo</i>	27
<i>2.3.1.1 Variável dependente</i>	27
<i>2.3.1.2 Variáveis independentes</i>	28
<i>2.3.1.3 Variáveis de controle</i>	29
<i>2.3.2 Modelos econométricos da pesquisa</i>	30
2.4 Análise dos Resultados	31
<i>2.4.1 Estatística descritiva</i>	31
<i>2.4.2 Análise de correlação</i>	35
<i>2.4.3 Análise fatorial para o modelo de Hofstede</i>	36
<i>2.4.4 Estimação dos modelos econométricos ajustados</i>	38
<i>2.4.5 Resultados das regressões</i>	38
2.5 Considerações Finais	41
Capítulo 3: Países dentro de um País: as diferenças culturais entre as regiões brasileiras impactam na governança corporativa?	43
3.1 Introdução	43
3.2 Referencial Teórico	45
<i>3.2.1 Cultura e suas dimensões</i>	45
<i>3.2.2 Regionalismo Brasileiro, países dentro de um país</i>	47
<i>3.2.3 Gerenciamento de resultados</i>	48
<i>3.2.4 Aspectos culturais e o gerenciamento de resultados</i>	50
3.3 Metodologia	51
<i>3.3.1 Amostra</i>	51

3.3.2 Variáveis	52
3.3.2.1 Variável dependente	52
3.3.2.2 Variáveis independentes	53
3.3.2.3 Variáveis de controle	54
3.3.2.4 Modelo econométrico	55
3.4 Análise dos Resultados	55
3.4.1 Estatística descritiva	55
3.4.2 Resultados das regressões.....	58
3.4.3 Análise de robustez	61
3.4.4 Síntese e comparação dos resultados encontrados.....	64
3.5 Considerações Finais	65
Capítulo 4: Conclusão	68
Referências	71

Capítulo 1: Introdução Geral

A governança corporativa (GC) exerce um papel central no acesso ao financiamento por parte das firmas e países (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 2000). A proteção dos acionistas e credores pelo sistema legal é essencial para se compreender os modelos de finanças corporativas em diferentes países (La Porta et al., 2000). De acordo com os autores, elementos tão distintos como a amplitude dos mercados de capitais, a estrutura de propriedade, as políticas de dividendos e a eficiência da alocação de investimentos pode ser explicada pela forma como as leis dos países protegem os investidores. Com a evolução dos estudos sobre governança corporativa, novos elementos têm se destacado além do aspecto legal. Pesquisas como as de Doidge, Karolyi e Stulz (2007), Fan, Titman e Twite (2011), Van Essen, Engelen e Carney (2012) tem revelado outros fatores importantes tais como: aspectos econômicos, sistema bancário, mercado de títulos e de capitais, que também influenciam nas práticas de GC dos países.

Nos últimos anos, alguns estudos (García-Sánchez, Rodríguez-Ariza & Frías-Aceituno, 2013; Griffin, Guedhami, Kwok, Li & Shao, 2014, 2017; Volanté, 2015) começaram a buscar novos determinantes que pudessem explicar as variações de GC entre os países, trabalhando com as diferenças culturais entre os países. Griffin et al. (2017) constataram que o efeito da cultura na governança corporativa afeta o *tradeoff* entre expertise gerencial (o conhecimento, capacidade e autonomia do CEO em tomar as decisões livremente) e a certeza de controle (limitação das ações do CEO e maior dependência deste para com os controladores/conselho). Isto quer dizer que a GC afeta a escolha entre dar mais autonomia ao CEO (expertise gerencial) ou restringir mais as suas ações (certeza de controle).

Sob ótica similar, Black, Carvalho, Khanna, Kim e Yurtoglu (2014) desenvolvem um conjunto de dados de séries temporais sobre governança em cinco importantes mercados emergentes – Brasil, Rússia, Índia, Coréia e Turquia (países do chamado “BRIKT”). Esses países apresentam características comuns de países emergentes, mas diferem em muitos aspectos, incluindo tradições legais, língua, cultura, localização geográfica e regras legais básicas. O objetivo dos autores é compreender como a governança corporativa afeta o valor da empresa nos mercados emergentes. Em suma, os autores constroem índices próprios de GC para cada país segundo suas normas e instituições e, em seguida, buscam relacionar estes índices com o valor de mercado das firmas presentes em cada país. Conclui-se, portanto, que a Cultura pode ser um aspecto em comum para esse tipo de análise em nível país.

Neste panorama, perceberam-se duas possibilidades de pesquisas que serviram de norte para este estudo: (1) a análise multi-países dos determinantes culturais da governança corporativa; e (2) a análise regional dos determinantes culturais da governança corporativa dentro do território brasileiro. No primeiro caso, consistiu em um estudo inspirado em Griffin et al. (2017), La Porta et al. (2000), Mendonça e Terra (2017), dentre outros, que analisaram diversos países e suas variações de governança. No segundo caso, pode-se destacar que principalmente para os países de grande extensão, como é o caso do Brasil, podem coexistir características culturais muito distintas dentro do mesmo território, o que motivou o estudo. Esta parte da pesquisa seguiu a linha do trabalho de Hofstede, Hilal, Malvezzi, Tanure e Vinken (2010). Muzzio (2010), por exemplo, defende a necessidade de se entender as variações culturais regionais para explicar as diferenças organizacionais dentro de um mesmo país.

Ao se estudar a governança corporativa, um dos mecanismos de grande importância é a transparência, que pode ser entendida como o princípio de disponibilizar informações verdadeiras e precisas aos principais interessados. No entanto, muitas vezes podem ocorrer manipulações das informações contábeis pelos gestores, tendo como finalidade mostrar ao investidor resultados que o agradem, ou para conseguir maiores bônus, dentre outros motivos, o que é chamado de Gerenciamento de Resultados (GR) – *Earnings Management*¹ (Martinez, 2013). Apesar de haver outros importantes mecanismos de governança, a transparência permite uma análise direta por parte do investidor, sem necessidade de outras investigações subjetivas, ao passo que ainda apresenta uma perspectiva mais real da situação na qual a organização se encontra, sendo este o principal meio de comunicação entre a empresa e o investidor externo (OECD, 2017).

Assim, considerando a dimensão cultural das organizações e seu efeito na Governança Corporativa, principalmente no que tange à Transparência/Gerenciamento de Resultados, este estudo buscou responder a seguinte questão: Como se dá o impacto da cultura sobre a governança corporativa, em específico sobre a Transparência/Gerenciamento de Resultados?

Esta dissertação foi dividida em dois estudos (Estudo 1 e Estudo 2), sendo que o primeiro pretendeu responder ao seguinte questionamento:

- Estudo 1 (apresentado no Capítulo 2): A cultura geral de um país pode influenciar em seus níveis de governança, em especial em sua transparência? Caso positivo, quais dimensões culturais impactam mais fortemente na transparência dos países?²

- Estudo 2: A cultura regional do Brasil pode influenciar no nível de gerenciamento de resultados de suas firmas?

No que se refere à metodologia dos estudos, o Estudo 1 se utilizou de análise fatorial e regressão múltipla *cross-section*; e o Estudo 2 adotou regressão em painel. Os dados sobre as organizações foram obtidos da base Economatica e então cruzados com várias outras fontes (*World Government Index, Freedom House, Hofstede Insight*) a fim de alcançar os objetivos definidos.

Mediante o apresentado, este estudo pretende avançar na literatura, que ainda é escassa, sobre o impacto cultural na GC e ainda mais precária quando se avalia o impacto da cultura regional nesta. Assim, ao exibir tais impactos pode-se contribuir ao permitir que o investidor tenha uma melhor compreensão sobre as organizações e possa diferenciá-las com maior facilidade, que futuros empreendedores (ou mesmo atuais) possam ter uma maior capacidade de entender os impactos da escolha do local de estabelecimento da sua empresa e ajustar mais adequadamente suas decisões.

O presente trabalho está estruturado em quatro capítulos: Capítulo 1, sendo este, introduz de forma sintética o que será tratado ao longo do estudo; Capítulo 2 avalia as determinantes culturais e legais da GC em 14 países; Capítulo 3 restringe o foco para o Brasil e suas macro regiões, analisando o impacto da cultura de cada uma nas diferenças do GR das organizações; e Capítulo 4, encerra o trabalho apresentando seus resultados e conclusões, apresentando ainda as limitações, implicações e sugestões de pesquisas futuras.

Capítulo 2: Determinantes Culturais e Legais da Governança Corporativa: um Estudo Multi-países

2.1 Introdução

Nas últimas décadas, estudos como os de Doidge et al. (2007), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998), Licht, Goldschmidt e Schwartz (2005) evidenciaram outras variáveis além das de nível firma que afetam como a governança corporativa é definida nas empresas, demonstrando que o aspecto legal e econômico de um país possui influência significativa na definição das práticas de governança.

A título ilustrativo, Fan et al. (2011) encontraram significância em fatores à nível país como o grau de desenvolvimento bancário, o mercado de títulos e de capitais e o nível de corrupção afetando o nível de dívida e a probabilidade de falência das empresas. Os autores encontraram que o sistema legal, o sistema de taxas de juros e as preferências dos fornecedores de capital podem ser capazes de explicar aspectos da estrutura de capital das firmas, ajudando a diferenciar características das empresas de acordo com o país em que estão localizadas.

Podem-se citar diversos artigos (Hillier, Pindado, Queiroz & de La Torre, 2010; Klapper & Love, 2004; Kumar & Zattoni, 2013; Mendonça & Terra, 2017) que investigaram a perspectiva do país e como suas diferenças podem ajudar a explicar a forma como é adotada a governança corporativa dentro das empresas situadas nestes países. Van Essen et al. (2012), por exemplo, encontraram que variáveis à nível país (sistema legal, nível de corrupção, proteção acionária, *anti-director rights index*, proteção aos credores e sistema financeiro) explicam cerca de 25% da heterogeneidade no desempenho da empresa.

No entanto, a literatura de finanças corporativas ainda encontra dificuldades para avaliar precisamente quais as principais variáveis que poderiam afetar o desenvolvimento da governança corporativa em uma empresa. Black et al. (2014) discutem a dificuldade de encontrar variáveis a nível país que sejam comuns para todos os países analisados. Os citados autores desenvolveram uma investigação dentro dos BRIKT (Brasil, Rússia, Índia, Coreia e Turquia), utilizando variáveis via *survey* e coletadas de forma manual. Black et al. (2014) apontam como variáveis específicas a nível país conseguem predizer o Q de Tobin, mas ressaltam que elementos comuns a todos se mostram de difícil obtenção.

Licht et al. (2005) relacionam a cultura com o sistema legal, encontrando significância (relação positiva e negativa de acordo com a dimensão estudada) das dimensões culturais com

o sistema legal, principalmente no contexto da governança corporativa, ou seja, inferem que as leis e a própria governança podem ser influenciadas pela cultura de uma nação.

Dessa forma e seguindo os autores Griffin et al. (2014, 2017) introduzir a cultura do país como fator determinante da governança corporativa pode ser o diferencial para melhor ajustar os modelos de governança existentes e entender o comportamento do mercado financeiro de cada país. Bem como entender aspectos importantes para o investidor que ajudam a determinar como este avalia os mecanismos de governança corporativa ao tomar decisões.

Griffin et al. (2014) abordam de que forma os fatores a nível país como o sistema legal e financeiro explicam menos de 50% das variações entre países. No mais recente estudo, Griffin et al. (2017) conseguiram capturar cerca de 90% de poder explicativo em seu modelo de efeitos fixos a nível país ao trabalharem com duas dimensões culturais (individualismo e aversão a incerteza), resultado este nunca antes obtido em estudos empíricos similares sobre a mesma temática. Ainda, encontraram que a cultura interage com outros fatores para determinar a governança a nível firma.

Nessa perspectiva, este trabalho propõe o estudo da governança corporativa a nível país, considerando, para além dos fatores legais dos países, aspectos de sua cultura para verificar se além dos indicadores legais, a cultura de um país também possui influência nos níveis de governança, em específico a transparência. Dessa forma, o presente estudo busca avançar na literatura ao incorporar a cultura do país como influenciadora no desenvolvimento da governança corporativa.

Espera-se, através desse artigo, contribuir na discriminação das variáveis a nível país que influenciem o gerenciamento de resultados e indicar possíveis novos caminhos a se explorar para melhor entender novos influenciadores da transparência e consequentemente facilitar a comparação entre empresas de diversos países a respeito do GR.

O presente estudo utilizou de uma regressão multivariada com empresas situadas nas bolsas dos Estados Unidos, México, Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Argentina, com o objetivo de verificar a relação entre dimensões culturais, legais e econômicas e a dimensão Transparência, que representou a Governança Corporativa na pesquisa. Por trabalhar com cultura, este estudo envolveu um corte transversal, utilizando o ano de 2016, por ser o último ano com dados disponíveis no momento da coleta de dados. A menos que ocorra um evento marcante e considerado violento para as pessoas como guerras, pragas nacionais, ou desastres climáticos intensos, a cultura não se altera facilmente ao longo dos anos, dessa forma, os

dados culturais utilizados foram referentes à última versão atualizada (valores referentes ao ano de 2010), obtidos diretamente do site Hofstede Insights (Hofstede, 2001).

A seguir serão discutidos vários estudos sobre o tema e a fundamentação teórica para as hipóteses investigadas. Posteriormente a metodologia a ser trabalhada, seguida dos resultados e das considerações finais.

2.2 Fundamentação teórica

2.2.1 Governança corporativa e o mecanismo da transparência

Visando minimizar os impactos dos custos de agência apontados por Jensen e Meckling (1976), a governança corporativa surge como uma área de atenção no mercado de capitais, no qual além das boas práticas difundidas, cumpre o papel de estabelecer regras para proteger o investidor e alinhar seus interesses dentro da organização (IBGC, 2015).

Tamanha importância ao investidor faz com que vários países estabeleçam manuais de boa conduta a fim de garantir os direitos daqueles interessados e investir em seus mercados e assim ampliá-lo e consequentemente atrair o investimento estrangeiro. Tal preocupação é vista nos diversos códigos de boas práticas de governança corporativa existentes nas bolsas dos países. Reino Unido, Canada, Irlanda, Estados Unidos, Nova Zelândia e Austrália são exemplos de países que possuem fortes códigos de governança corporativa, como visto nos dados da *Governance Metrics International* (GMI) no ano de 2010 e também nos respectivos manuais de governança corporativa de cada país.

No Brasil, a B3 possui um manual de diretrizes para guiar as empresas e os investidores quanto à governança corporativa. Ainda, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) possui um código, com sua primeira versão feita em 1999, das melhores práticas de governança corporativa, no qual explica desde os conceitos do que é governança corporativa, passando por leis, princípios até os conflitos de interesse mais comuns no mercado de capitais.

Tanto a B3 quanto o IBGC destacam a transparência como um importante princípio a ser seguido pelas empresas, podendo ser definida como a necessidade de disponibilizar aos interessados informações precisas e intempestivas, não sendo apenas as obrigatórias por lei e contemplando fatores além do desempenho financeiro, como estratégias e ações gerenciais, visando um acréscimo de valor para a organização.

Dessa forma a transparência pode ser entendida como o principal meio de comunicação entre empresa e investidor externo, sendo uma dimensão essencial a ser estudada. No entanto, a maneira como a transparência é trabalhada difere entre os países,

alguns dos mercados mais desenvolvidos possuem leis que auxiliam a lidar com as informações prestadas, enquanto outros permitem maior liberdade em como a empresa pode lidar com esta dimensão (OECD, 2017).

Para economias emergentes, a divulgação de informações é o mecanismo da governança corporativa que mais afeta o custo de capital das empresas, sendo que quanto melhor for a divulgação menor será o custo da dívida da firma e mais capacidade de investimento a organização terá (Lima & Sanvicente, 2013).

Teti, Dell'Acqua, Etro e Resmini (2016) discutem a importância da divulgação de informações das empresas, em especial nas firmas localizadas em países com fraco sistema legal, uma vez que quanto mais frágil for o sistema, mais os investidores buscarão por informações sobre as organizações. Ainda, na América Latina, os autores destacam a importância geral da coleta de informações sobre outros aspectos da firma em detrimento a estrutura de acionistas e conselho de administração.

Dhaliwal, Li, Tsang e Yang (2014) expõem como a transparência nas divulgações contábeis ajuda a diminuir o custo do capital próprio. Ao coletarem vários relatórios em sites corporativos, obtiveram um total de 6296 relatórios que foram analisados e tiveram vários dados extraídos para a realização da regressão em dois estágios. Os autores encontraram uma relação negativa entre divulgação de questões sociais e o custo do capital próprio, que foi calculado de três formas distintas por não haver consenso na literatura sobre a melhor *proxy*, sendo uma delas um modelo modificado do PEG (*Price-Earning ratio divided by Growth Rate*). Tal relação negativa se mostrou mais forte em países com menor precisão dos dados financeiros, medida fornecida pelo Centro Internacional de Análise e Pesquisa Financeira (CIFAR). O estudo sugere a existência de uma relação potencialmente substitutiva entre divulgações financeiras e não financeiras.

Em seu estudo teórico, que avaliou a transparência organizacional e a confiança dos *stakeholders* organizacionais, Schnackenberg e Tomlinson (2016) argumentam sobre a importância da transparência no meio gerencial. Os autores defendem que mesmo ainda não tendo uma literatura suficiente sobre como as organizações gerenciam a transparência, esta ainda possui claros efeitos sobre as decisões empresariais, principalmente no relacionamento com os *stakeholders*, sendo uma variável multidimensional. No geral, a importância da transparência aumenta à medida que a empresa está tentando suprimir uma desconfiança dos *stakeholders* sobre temas infundados, quando já houve perda de confiança na organização ou quando a empresa está interagindo com os interessados pela primeira vez.

Bushman, Piotroski, e Smith (2004) apresentam indícios do porque a transparência corporativa varia entre países. O resultado da regressão multivariada mostra que a transparência da governança está primariamente relacionada ao sistema legal enquanto a transparência financeira estaria relacionada com o regime político. Os autores trabalharam regressões com vários países e concluíram que em países *common law* a transparência da governança é maior, observando que a transparência financeira é maior em países com baixa propriedade estatal nas empresas.

Após apresentar os estudos à nível país que tratam da governança corporativa, em especial da transparência, apresentar-se-á como foram definidas as dimensões de cultura neste estudo.

2.2.2 Cultura e suas dimensões

O termo “cultura” possui vários significados, de acordo com o campo do conhecimento e com a época a qual se vincula, no entanto, para as ciências sociais, a citação de Edward Tylor foi a precursora no tema: “Cultura ou civilização (...) é todo complexo que inclui conhecimento, crença, arte, leis, moral, costumes, e quaisquer outras capacidades e hábitos adquiridos pelo homem enquanto membro da sociedade” (Traduzido pelo autor, Tylor 1871:I,1, apud Stocking, 1963, p. 783).

No entanto, o conceito atual e alinhado a esse estudo é de um dos pesquisadores mais citados sobre o tema “cultura” - Geert Hofstede – que a define como “a programação coletiva da mente que distingue os membros de um grupo ou categoria de pessoas de outros” (Hofstede Insights, <https://www.hofstede-insights.com/> recuperado em 20 de outubro, 2017).

Para medir a cultura de um país, Hofstede (1980) propôs um modelo com quatro dimensões básicas, sendo elas: Distância do poder; Aversão a Incerteza; Individualismo e Coletivismo e; Masculinidade. Posteriormente, Hofstede (2001) adicionou Orientação ao Longo Prazo como uma quinta dimensão e recentemente, em 2017, a união do Itim International e The Hofstede Centre deram origem ao Hofstede Insights, que discrimina uma sexta dimensão, a Indulgência.

As dimensões culturais de Hofstede são amplamente utilizadas. Ferreira, Serra e Pinto (2014) realizaram um estudo bibliométrico envolvendo os oito periódicos de maior fator de impacto da área de finanças em um horizonte de análise de 30 (trinta anos). Dos artigos analisados, encontraram que o artigo original de 1980 de Hofstede já possui quase 8 mil citações desde sua publicação. Ainda, dentre todos os artigos publicados no período estudado, sendo um total de 10.947 artigos, tem-se que 655 trabalhos citam a obra original do autor,

concluindo que as dimensões culturais de Hofstede são amplamente utilizadas dentro das ciências sociais.

As dimensões elencadas pelo autor referem-se a aspectos socioeconômicos fundamentais, discriminando a diversidade social em que são mensuradas. Segundo Hofstede (2001) e também de acordo com o Hofstede Insights (2017), o significado das dimensões pode ser assim explicado:

- **Distância do Poder:** Também chamada de distância hierárquica, é uma medida do quanto os membros menos poderosos de uma civilização aceitam e esperam distribuição desigual de poder na sociedade.
- **Aversão a Incerteza:** O grau de ameaça percebida por membros de uma cultura em situações incertas, ou seja, reflete o sentimento de desconforto que as pessoas sentem ou a insegurança com riscos, caos e situações não estruturadas.
- **Individualismo versus Coletivismo:** Até que ponto as pessoas sentem o quanto têm que cuidar de si próprias, das suas famílias ou organizações a que pertencem, ou seja, esta dimensão indica se uma sociedade é uma rede social sem relação entre os indivíduos, na qual cada um é suposto interessar-se apenas por si mesmo, ou se ela oferece um tecido social fechado no qual os indivíduos se dividem entre membros e não membros de grupos e esperam que o grupo ao qual pertençam os proteja.
- **Masculinidade versus Feminilidade:** Até que ponto a cultura do país valoriza mais o status, a assertividade e a aquisição de coisas materiais versus uma cultura que valoriza mais as pessoas, os sentimentos e a qualidade de vida. Refere-se também ao nível em que as questões de gênero determinam os papéis dos homens e das mulheres na sociedade.
- **Orientação em Longo Prazo versus em Curto Prazo:** Longo prazo envolve valores orientados para o futuro, como poupança e persistência; curto prazo envolve os valores orientados para o passado e o presente, como respeito pela tradição e cumprimento de obrigações sociais.
- **Indulgência versus Restrição:** A indulgência representa uma sociedade que aceita a existência de movimentos humanos básicos e naturais relacionados a aproveitar a vida e se divertir, sem julgamento dos demais. A restrição

representa uma sociedade que suprime a satisfação das necessidades e as regula por meio de normas sociais rigorosas.

Em suas pesquisas, Hofstede quantifica um valor para cada dimensão, no entanto, o mesmo diz que tais medidas são relativas e servem para comparações, ou seja, apenas como medida de variação e comparação entre os demais países estudados e dessa forma é possível realizar trabalhos que incorporem quantitativamente a cultura em suas análises.

As dimensões culturais de Hofstede são mais conhecidas e disseminadas na literatura, no entanto, há outros modelos igualmente válidos, tais como: Schwartz, Trompenaars e Globe Project (Ferreira et al., 2014). Dessa forma, para aumentar a profundidade do presente estudo e melhor alcançar o objetivo proposto, também serão trabalhadas as sete dimensões propostas por Schwartz.

Schwartz (2008) desenvolveu uma teoria de base diferente da de Hofstede ao estabelecer um conjunto de dimensões para valores individuais. Suas orientações conceituam quais problemas que a sociedade enfrenta e que preferências são polarizadas para lidar com tais questões. O autor estabelece sete dimensões, sendo autonomia (afetiva e intelectual) versus conservadorismo, hierarquia versus igualitarismo, e, por fim, maestria versus harmonia.

Segundo Hilal (2003), o significado das dimensões de Schwartz é descrito abaixo:

- **Conservadorismo:** constituído por valores e objetivos do indivíduo que são comuns à sociedade. O estilo de vida é fortemente definido pela sociedade e todos compartilham o objetivo do grupo. Neste tipo de sociedade, a independência pessoal é pouco relevante.
- **Autonomia:** dividida em dois tipos – autonomia intelectual, voltada para os objetivos profissionais do indivíduo; e – autonomia afetiva, voltada para o estilo de vida e prazer do indivíduo. Ambas compõem a contraparte do conservadorismo, que é mais focado no aspecto coletivo.
- **Hierarquia:** foca a legitimidade dos papéis hierárquicos, a aceitação da subordinação, e a ambição por galgar novas posições na sociedade. Envolve aspectos como cumprimento de regras, foco na produtividade e egoísmo.
- **Igualitarismo:** foca a preferência por um tratamento igual para todos e busca transcender ao interesse próprio, representando o bem-estar social e a cooperação voluntária. É a contraparte da Hierarquia.

- **Harmonia:** envolve uma preferência pela preservação e por adaptar-se no ambiente social e material. Proteger o meio ambiente e a natureza e lutar por um mundo mais equilibrado. É a contraparte da Maestria, que envolve a exploração de pessoas e recursos.
- **Maestria:** envolve uma preferência pelo sucesso individual e material, à custa do ambiente e dos recursos, sem se preocupar com a sustentabilidade. Incentiva o domínio das pessoas frente às outras.

A seguir, buscou-se elencar os estudos empíricos que associam aspectos legais e econômicos e governança corporativa à nível país.

2.2.3 Estrutura legal e econômica versus governança corporativa

La Porta et al. (2000) apresentaram como a estrutura legal de um país afeta a governança corporativa deste. Nesse caminho, Stulz (2005) argumenta que nas empresas em países com fracos direitos políticos é menos rentável o investimento na governança corporativa do que em países que possuem melhores direitos. Isso se justifica já que certas atividades corporativas reduzem o risco de expropriação pelo Estado.

La Porta, et al. (1998) discutiram a origem legal e seus efeitos sobre as organizações e leis que as afetavam, encontrando maior proteção em países cuja origem do direito é o *common law* e menor proteção legal em países com origem legal baseada no direito francês (*civil law*). Levine, Loayza e Beck (2000) apresentam resultados que corroboram com a ideia da relação entre leis e sistema financeiro, mostrando que países com maior proteção legal possuem melhores níveis de desenvolvimento financeiro.

Além do sistema legal, alguns autores constataram que o desenvolvimento econômico de um país pode apresentar relação significativa com a governança corporativa e a transparência. Doidge et al. (2007) apresentam como o desenvolvimento econômico e financeiro afeta as empresas no que tange a governança e que esse efeito ainda varia de acordo com o nível de desenvolvimento do país analisado, concluindo ainda que as variáveis à nível país possuem impacto na construção da governança de uma empresa.

A seguir, buscou-se fazer um levantamento dos estudos que relacionam dimensões culturais dos países e seus mecanismos de governança.

2.2.4 Estudos que associam cultura e governança corporativa

Partindo da ideia de como as leis são elaboradas, Licht et al. (2005) estudaram a relação entre a cultura de um país e suas leis e descobriram que há forte relação entre cultura e

direito estatutário, sendo ainda mais impactante o efeito ao se relacionar as regras de governança corporativa. Os autores demonstraram que a cultura se relaciona de forma sistemática com as normas de governança corporativa, exaltando novas maneiras de analisar as variações da governança ao redor do mundo e encontrando possíveis explicações para certas diferenças entre países. O estudo foi feito associando variáveis culturais de Schwartz e Hofstede com variáveis legais para vários países e analisados através de correlação e regressões.

Ainda, reforçando a ideia do impacto da cultura no sistema legal, Kwok e Tadesse (2006) estudaram a hipótese que o traço cultural da aversão ao risco estaria mais associado aos sistemas financeiros baseados em bancos. O trabalho utilizou uma *cross-section* de 41 países e confirmou a hipótese proposta, mostrando que países com forte cultura de aversão ao risco tendem a ter um sistema financeiro baseado em bancos.

Chui, Kwok e Zhou (2016) destacam que em países onde há altos níveis de conservadorismo, o risco de falência é menor, o que reduz a preocupação dos investidores e acaba gerando uma menor quantidade de condutas relacionadas à falência nas leis e regras gerais da governança corporativa daqueles países.

Estudos como os de Licht et al. (2005), Griffin, et al. (2017), Volanté (2015), García-Sánchez et al. (2013), mostram como a cultura é complementar aos efeitos legais à nível país para entender a formulação da governança corporativa e suas regras e leis, não apenas nas que estão presentes formalmente nos países, mas também dentro da própria organização. Tais autores apresentam a cultura como um fator essencial a ser considerado por aqueles que elaboram as leis.

Dessa forma, argumenta-se que ao compreender quais dimensões culturais estão afetando a governança corporativa (em específico para este estudo, a transparência), pode-se melhor estabelecer leis e regras e também ponderar sobre as especificidades em vários países, permitindo ao investidor entender quais aspectos são mais importantes segundo o contexto de cada país e facilitar suas decisões de alocações de investimentos.

Uma vez que a individualidade dos países exige modelos únicos de governança corporativa para cada um, Bhasa (2004) trabalha situações onde a simples cópia de um modelo de sucesso não funciona em outros países devido a algumas divergências legais ou políticas, concluindo que novos paradigmas e práticas de governança devem surgir de acordo com cada característica do país que busca estabelecer modelos de governança.

Conforme citado por Griffin et al. (2017), pode-se também encontrar explicações mais adequadas sobre os fatores determinantes da Governança Corporativa à nível país e a nível firma, corroborando com a literatura sobre o tema.

2.3 Metodologia

Este trabalho pode ser classificado como quantitativo e descritivo, pois busca descrever as relações entre as variáveis, no contexto dos estudos de Governança Corporativa nível firma e nível país, ao mesmo tempo em que investiga um tema pouco estudado no Brasil e no mundo.

A amostra envolveu empresas de capital aberto listadas nas bolsas do Brasil, Argentina, México, Chile, Colômbia, Peru e Estados Unidos, disponíveis na base Economatica. Os dados financeiros, econômicos, legais e de governança corporativa se referem ao ano de 2016, por ser o último ano com dados disponíveis no momento da coleta dos dados. Portanto, o presente estudo utilizou de um corte transversal do ano de 2016 para todos os dados, com exceção da cultura, que devido a sua característica de lenta mudança ao longo do tempo (Hofstede, 2001), foi baseada nos dados providos pela Hofstede Insights (2017), que utiliza informações coletadas em pesquisas passadas e atualizadas no ano de 2010.

Hofstede (2001) defende que a cultura se mostra consideravelmente estável e sua variação entre países praticamente não se alterou nas últimas décadas, sendo que no geral as maiores variações culturais ocorreram a nível global. As mudanças tecnológicas e sociais tiveram impacto principalmente no aumento da dimensão Individualidade e na redução da dimensão Distância do Poder, mas mantiveram a mesma variação entre países vista em pesquisas anteriores (Beugelsdijk, Maseland & Van Hoorn, 2015). Segundo estes autores, que testaram o comportamento das dimensões culturais de Hofstede ao longo do tempo, as mesmas permanecem com efeito constante ao longo do período 1981 até 2010.

Os dados das firmas para as variáveis de controle e para o cálculo da variável de gerenciamento de resultados foram obtidos na base de dados Economatica. As variáveis legais foram obtidas na Freedom House (<https://freedomhouse.org/>, recuperado em 20 de outubro, 2017) e Worldwide Governance Indicators (<http://info.worldbank.org/governance/wgi/#home>, recuperado em 20 de outubro, 2017), as variáveis econômicas são provenientes do Banco Mundial (<http://www.worldbank.org/>, recuperado em 20 de outubro, 2017) e as variáveis que mensuram as dimensões culturais, para Hofstede no site do Hofstede Insights (2017) e para Schwartz no próprio trabalho publicado pelo autor (Schwartz, 2008).

Este trabalho seguiu algumas etapas, a saber: (a) análise de correlação das variáveis a serem estudadas, onde se buscou investigar de forma inicial as correlações entre as dimensões culturais e a variável de governança corporativa selecionada no estudo, em busca de reduzir os constructos culturais a serem utilizados na versão final da pesquisa, dado que são muitos; (b) análise fatorial, para solucionar problemas de multicolinearidade existente entre as variáveis do estudo, visando assim montar fatores comuns para reduzir o número de variáveis e assim superar o problema encontrado; (c) análise das regressões que associam as dimensões culturais que impactam na determinação da transparência (*proxy* de GC) das firmas em diversos países do continente americano.

O Gerenciamento de Resultados – medida de falta de Transparência – deste estudo foi selecionado dentre os mecanismos de Governança Corporativa devido à sua importância evidenciada nos estudos de Correia, Amaral e Louvet (2011), Fernandes e Ferreira (2007), Kolozsvari e Macedo (2016), Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Peixoto (2012), que adotaram variáveis similares para medir o gerenciamento de resultados.

2.3.1 Seleção das variáveis do estudo

2.3.1.1 Variável dependente

A variável dependente escolhida foi o Gerenciamento de Resultados, conforme metodologia proposta por Leuz et al. (2003), representando a governança corporativa. Outros estudos que também adotaram esta metodologia foram Correia (2008), Fernandes e Ferreira (2007), Peixoto (2012) e Santana, Bezerra, Teixeira e Cunha (2014). Sua fórmula de cálculo se encontra descrita na Tabela 1.

Tabela 1

Cálculo da variável dependente Gerenciamento de Resultados (Transparência)

Variável	Mensuração	Descrição
TRANSP1	$TRANSP1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(CFO_{it})}$	Mede a suavização dos ganhos operacionais reportados usando os valores acumulados de cada empresa.
TRANSP2	$TRANSP2 = \rho(\Delta ACC; \Delta CFO)$	Mede a suavização e a correlação entre acréscimos contábeis e fluxos de caixa operacionais.
TRANSP3	$TRANSP3 = \frac{ ACC }{ CFO }$	Mede a variação nos ganhos reportados, ou seja, a magnitude dos <i>accruals</i> (ACC).
TRANSPM	Média das três variáveis anteriores	Dá uma visão geral e mais completa sobre a transparência das organizações.

Nota. Adaptado de “Earnings management & investor protection: an international comparison” de C. Leuz, D. Nanda, e P. Wysocki, 2003; *Journal of Financial Economics*, 69(3); “Um índice de avaliação da qualidade da GC no Brasil” de L. Correia, H. Amaral, P. Louvet, (2011); *Revista de Contabilidade e Finanças*, 22(55);

“Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise” de F. M. Peixoto, 2012; *Tese (Doutorado) UFMG*, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.

Onde:

$LDIR_{it}$ = Lucro depois do imposto de renda da empresa i no tempo t ;

CFO_{it} = Fluxo de caixa das operações da empresa i no tempo t ;

$ACC = (\Delta AC - \Delta CASH) - (\Delta PC - \Delta DC - \Delta TP) - DEP$;

ΔAC = variação nos ativos circulantes totais;

$\Delta CASH$ = variação no disponível e investimentos de curto prazo;

ΔPC = variação nos passivos circulantes totais;

ΔDC = variação na dívida de curto prazo incluída nos passivos circulantes;

ΔTP = variação no imposto de renda a pagar;

DEP = despesa de depreciação e amortização.

A seguir, serão apresentadas as variáveis independentes do presente estudo e suas respectivas fontes.

2.3.1.2 Variáveis independentes

No presente estudo, adotaram-se dois grupos de variáveis independentes para teste, o primeiro grupo relacionado às dimensões culturais de Hofstede, enquanto o segundo envolveu as dimensões culturais de Schwartz, dando assim maior amplitude ao tentar entender quais aspectos e dimensões culturais podem influenciar na transparência das firmas dos países estudados.

A Tabela 2 apresenta o primeiro grupo de variáveis independentes segundo a perspectiva de Hofstede.

Tabela 2

Primeiro grupo de variáveis independentes – Hofstede (DH)

Variável	Significado
Distância do Poder (DP)	Medida de igualdade e desigualdade social em uma sociedade
Individualismo (IND)	Nível de prioridade na relação coletiva e individual
Masculinidade (MF)	Valorização do status, assertividade e bens materiais
Aversão à Incerteza (AI)	Ameaça percebida em situações incertas
Orientação em Longo Prazo (OLP)	Valores orientados para o futuro
Indulgência (IDU)	Grau de aproveitamento da vida e diversão

Nota. Adaptado de Hofstede Insights, 2017.

A Tabela 3 apresenta o segundo grupo de variáveis independentes segundo a perspectiva cultural de Schwartz, a ser testada no presente estudo.

Tabela 3

Segundo grupo de variáveis independentes – Schwartz (DS)

Variável	Significado
Harmonia (HA)	Preferência pela preservação no ambiente social e material visando a sustentabilidade.
Conservadorismo (CON)	Nível de dependência pessoal dentro da sociedade
Hierarquia (AH)	Grau de aceitação da legitimidade de um indivíduo seguir seus próprios interesses
Maestria (DM)	Oposto da Harmonia. Alta utilização de recursos e não preservação do ambiente social e material para atingir fins egoístas.
Autonomia Intelectual (AI)	Independência quanto à própria autodeterminação – contrária ao Conservadorismo juntamente a AA.
Autonomia Afetiva (AA)	Independência afetiva no hedonismo – contrário ao Conservadorismo juntamente com AI.
Igualitarismo (IGU)	Oposto da Hierarquia, visão de mesmo nível para todos da sociedade; pensamento coletivista antes do pensamento próprio.

Nota. Adaptado de “*The 7 Schwartz cultural value orientation scores for 80 countries*” de Schwartz, 2008.

A metodologia de Schwartz (2008) utiliza de dimensões opostas cuja soma total é 7. Assim formam-se os pares: Conservadorismo e Autonomia, Maestria e Harmonia, Hierarquia e Igualitarismo. Tal perspectiva permite a utilização de apenas metade das variáveis dimensionais, uma vez que há um aspecto complementar entre as dimensões pareadas. Note que, no entanto, para a contra dimensão de Conservadorismo há duas autonomias – intelectual e afetiva.

2.3.1.3 Variáveis de controle

Quanto as variáveis de controle, estas estão divididas em duas categorias: Variáveis Legais e Variáveis Nível Firma, que são detalhadas abaixo.

Variáveis legais: envolvem os seguintes subitens: (a) Direitos Políticos (DP): Stulz (2005) mostra que as empresas que se encontram em um ambiente sob direitos políticos fracos devem adotar o melhor nível de governança corporativa, como compensação. Esse índice vai de 1 a 7, sendo que quanto mais próximo de 1, os direitos são mais livres e quanto mais próximo de 7, os direitos são mais restritos; (b) Lei Comum: avalia se o sistema legal do país segue o direito comum inglês, nesse caso assume valor 1, ou não, assumindo valor 0; (c) *Rule of Law*: representa a classificação (sendo 0 a pior posição e 100 a melhor) do país dentre todos os países analisados pelo WGI de acordo com a eficácia da aplicação das leis e regulamentos. Todas as fontes dos dados são apresentadas na Tabela 4.

Tabela 4
Variáveis de Controle

Variáveis de Controle	Fonte/Cálculo	Autores	Relação Esperada
Variáveis Legais			
Direitos Políticos (DP)	Freedom House	Griffin et al. (2017); Stulz (2005)	-
Lei Comum (LC)	Freedom House, WGI	Griffin et al. (2014); La Porta et al. 1998; Levine et. al (2000)	+
<i>Rule of Law</i> (RL)	WGI	La Porta et al. (1998); Leuz et. al (2003)	+
Variáveis ao Nível Firma			
Tamanho	Ln(Ativo Total ^a)	Barros et al. (2013); Correia et al. (2017); Griffin et al. (2017); Leuz, et. al (2003);	-
Dívida	Passivo Total ^a / Ativo Total ^a	Griffin et al. (2017); Vieira et. al (2011); Volanté (2014)	+
Crescimento das Vendas	Receita 2016 ^a / Receita 2015 ^a	Correia et. al (2011); Griffin et al. (2017); Volanté (2014)	-
ADR ^a	<i>Dummy</i> com valor 1 caso verdadeiro	Correia et. al (2011); Correia et al. (2017); Doidge et al. (2007); Griffin et al. (2017); Peixoto et al. (2014)	+

^a Fonte Economatica.

Variáveis Nível Firma: são as que envolvem atributos exclusivos de cada empresa, quais sejam: (a) tamanho da firma: calculado pelo logaritmo natural dos ativos totais, espera-se que empresas maiores tenham a necessidade de maior transparência, esperando assim uma relação positiva para esta variável; (b) dívida, que é a razão do passivo total pelo ativo total; (c) crescimento das vendas, que é a razão entre a receita de 2016 e a receita de 2015; e (d) a emissão de ADRs, sendo uma variável *dummy*, com 1 para sim e 0 para não, uma vez que seguindo os argumentos dos estudos de Correia et. al (2011), Doidge et. al (2007), Stulz (1999) e Stulz (2005), empresas em países com baixo nível de proteção aos investidores tendem a buscar melhores níveis de governança, afim de poderem negociar ações nas bolsas norte americanas.

2.3.2 Modelos econométricos da pesquisa

O modelo proposto foi inspirado nos estudos de Griffin et al. (2017) para cultura e nos estudos de Correia, Amaral e Louvet (2017) e Peixoto, Amaral e Correia (2014) para transparência. O presente estudo incorporou aspectos inovadores, quais sejam: (1) utilizar a variável dependente “transparência” (gerenciamento de resultados) associada com cultura; (2) testar as dimensões culturais de Hofstede e as de Schwartz, buscando discriminar quais variáveis culturais seriam significativas para medir a transparência a nível firma e à nível país. Não foi encontrado outro trabalho que trate dessas duas abordagens (Hofstede e Schwartz) como feito aqui; (3) acréscimo de variáveis legais do país e variáveis nível firma como propõem La Porta et al. (1998).

$$TRANSP = \beta_0 + \beta_i DH + \beta_j VL + \beta_k NF + \varepsilon \quad (\text{HOFSTEDE})$$

$$TRANSP = \beta_0 + \beta_i DS + \beta_j VL + \beta_k NF + \varepsilon \quad (\text{SCHWARTZ})$$

Onde:

β_0 : intercepto; DH: Variáveis independentes referentes às Dimensões Culturais de Hofstede; DS; Variáveis independentes referentes às Dimensões Culturais de Schwartz; VL: Variáveis de controle legais; NF: Variáveis de controle nível firma.

Destaca-se que esses modelos econométricos (Hofstede e Schwartz) foram ajustados e revisados após a análise fatorial das dimensões culturais, chegando-se aos modelos estimados no item 2.4.4 do presente estudo.

A seguir serão apresentados os resultados e suas análises, seguindo as etapas apresentadas no item 2.3 (Metodologia).

2.4 Análise dos Resultados

Com intuito de investigar os fatores determinantes do gerenciamento de resultados, foram selecionadas variáveis à nível país (culturais e legais) e nível firma. A amostra foi composta por empresas com ações ou certificados de depósitos (*Depositary Receipts* - DRs) negociados nas bolsas pertencentes aos Estados Unidos, México, Brasil, Chile, Peru e Colômbia. Foram excluídas da amostra empresas cujos países não possuíam dados culturais para todas as dimensões estudadas. Ademais, foram eliminadas as observações que não possuíam informações sobre ativos, passivos e receitas para os anos de 2016 e 2015 e empresas financeiras e fundos, devido a suas especificidades contábeis, que podem causar viés nas variáveis de controle.

Dessa forma, a amostra final contou com 3.687 empresas dos seguintes países: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, China, Colômbia, França, Grécia, México, Holanda, Peru, Taiwan, Reino Unido e Estados Unidos.

2.4.1 Estatística descritiva

A Tabela 5 apresenta uma análise descritiva dos dados financeiros a nível firma obtidos na base de dados Economática. A variável dependente selecionada foi TranspM (isto é, a média aritmética das variáveis de gerenciamento de resultados propostas por Leuz et al.(2003)), uma vez que os modelos apresentaram melhor adequação a esta variável. Nota-se que, em média, a amostra deste estudo possui 0,6089 em seu indicador de transparência. Tal valor é comparável aos trabalhos de Correia et al. (2017) que encontraram uma TranspM de 0,5869 e de Fernandes e Ferreira (2007) que encontraram 0,5154 para o mesmo indicador.

Tabela 5

Análise descritiva dos dados a nível empresa obtidos no Economatica

Variável	Obs	Média	Desv. Padrão	Min	Max
TranspM	3,687	0.608888	0.296697	0.071885	5.316775
ADR ^a	3,687	0.08869	0.284334	0	1
TAM	3,682	13.48194	2.187519	6.160032	19.83477
DIV	3,682	0.66555	1.719478	0.0037	74.35336
Cresc_Rec	3,687	0.406756	8.336214	-2.21656	376.0118

^aVariável *dummy*, valor referente ao seu percentual.

Em relação a variável ADR, como visto na Tabela 5, evidenciou-se que 8,87% de todas as firmas emitem ADRs, tal valor parece pequeno em um primeiro momento, pois empresas dos Estados Unidos não emitem ADR e estes correspondem à maior parte da amostra como apresentado na Tabela 6. Ainda a Tabela 6 mostra o percentual de empresas que emitem ADR em cada país, sendo que para alguns países esse valor chega a 100% devido aos dados das bolsas serem referentes àquelas presentes no continente americano.

Tabela 6

Análise descritiva dos dados a nível empresa, segmentados por país

País	Obs	TranspM	TAM	DIV	Cresc_Rec	ADR ^a
Argentina	63	0.541541	12.51954	0.711431	1.04982	0.253968
Brasil	400	0.602034	13.1825	1.218154	0.0116393	0.055
Canadá	100	0.885282	14.20855	0.502487	-0.0240425	0.8
Chile	168	0.491865	12.84922	0.566937	0.0049338	0.077381
China	72	0.571735	13.89844	0.469883	0.3522306	1
Colômbia	26	0.476059	13.89662	0.550491	0.1247171	0.076923
França	10	0.852668	13.98462	0.508167	0.0800779	1
Grécia	13	0.807199	13.17314	0.629251	0.0461196	1
México	111	0.489842	13.98531	0.578097	0.1549335	0.216216
Holanda	20	1.056776	15.4933	0.634691	0.0152562	1
Peru	105	0.520426	12.40106	0.449583	0.0885122	0.038095
Taiwan	15	0.562153	15.52743	0.425824	0.0459544	1
Reino Unido	36	0.763893	15.32438	0.639613	0.2083378	1
Estados Unidos	2548	0.612334	13.51837	0.612698	0.5359103	0

^aVariável *dummy*, valor referente ao seu percentual.

Em relação a *proxy* de governança, TranspM, o país que apresentou maior média foi Holanda (1,05) e o Canada (0,88), enquanto os países que registraram o menor índice foram Colômbia e Chile. Em relação às variáveis TAM, DIV e Cres_Rec, destaca-se que os países que possuem maiores médias são Taiwan, Brasil e China, respectivamente. Os países que apresentaram menores médias para essas variáveis são Peru, Taiwan e Canadá. Quanto à amostra Latino Americana, nota-se que o país que mais possui empresas com ações nas bolsas

dos Estados Unidos é a Argentina, com um pouco mais de 25% e o com menos é o Peru, com 3,8% para a amostra investigada.

A Tabela 7 agrega os valores das dimensões culturais de Hofstede. A metodologia aplicada por Hofstede para elencar tais valores é uma comparação relativa entre todos os países estudados por ele, sendo uma padronização em máximo e mínimo. O país com o maior valor na dimensão recebe o valor de 100, enquanto o país com o menor valor na dita dimensão recebe 1. Neste sentido, destacam-se o México e China por possuírem alto nível de Distância do Poder (próximo a 100), enquanto que Reino Unido, Holanda e Canadá possuem uma sociedade com menos níveis hierárquicos. Para individualidade, Estados Unidos e Reino Unido se mostraram a frente dos outros países, indicando forte consciência e independência de seus cidadãos tendo como contrapartida a Colômbia, Peru, Taiwan, China e Chile do lado oposto.

No que se refere à masculinidade, variável relacionada ao nível de competição, conquista e busca por vencer no sentido de ser o melhor, o país que apresentou um maior indicador foi o México. Para a amostra de países selecionados a Holanda possui o indicador mais baixo. Destaca-se que Hofstede atribui indicadores menores a uma sociedade que busca mais a qualidade de vida e demonstra maior preocupação com os outros, estando assim mais próximo à conceituação de feminilidade por ele utilizada.

Tabela 7

Dimensões culturais segundo Hofstede

País	DP	IND	MF	AI	OLP	IDU
Argentina	49	46	56	86	20	62
Brasil	69	38	49	76	44	59
Canadá	39	80	52	48	36	68
Chile	63	23	28	86	31	68
China	80	20	66	30	87	24
Colômbia	67	13	64	80	13	83
França	68	71	43	86	63	48
Grécia	60	35	57	100	45	50
México	81	30	69	82	24	97
Holanda	38	80	14	53	67	68
Peru	64	16	42	87	25	46
Taiwan	58	17	45	69	93	49
Reino Unido	35	89	66	35	51	69
Estados Unidos	40	91	62	46	26	68

Nota. Adaptado de Hofstede Insights, 2017.

Na dimensão Aversão ao Risco, que considera a preocupação da sociedade daquele país em conhecer o futuro e garantir uma estrutura estável na vida, a Grécia lidera tendo o

valor absoluto de 100. A China é o país que registrou o menor indicador. Para Orientação em Longo prazo, Colômbia, Argentina e México se mostraram abaixo dos outros, enquanto que a China está bem a frente da média dos países. Por fim, Indulgência teve valores consideravelmente elevados, indicando que para esse conjunto de países, a sociedade valoriza a liberdade de aproveitar a vida sem julgamento dos demais, tendo como exceção a China, que possui um valor bem baixo nesta dimensão, enquanto que o México revelou um alto valor.

As dimensões culturais de Schwartz (Tabela 8) seguem uma escala que vai de -1 a 7. Para elas, quanto maior o valor (em comparação a outro país), mais próximo do sentido da dimensão este se encontra, lembrando que cada dimensão possui uma dimensão contrária (Harmonia vs Maestria; Conservadorismo vs Autonomia; Hierarquia versus Igualitarismo).

Dessa forma, na Tabela 8, quanto mais próximo de 7 um valor é, mais tal dimensão e seus aspectos estão presentes na sociedade em detrimento da dimensão oposta, assim espera-se que para essa sociedade, tais características são mais importantes para as pessoas deste país do que para pessoas de outros que possui um valor inferior.

Tabela 8

Dimensões culturais segundo Schwartz

País	Harmo	Conserv	Hierar	Maest	Auto_Afe	Auto_Int	Igual
Argentina	3.98	3.52	2.1	3.92	3.73	4.34	4.96
Brasil	4.03	3.62	2.37	3.93	3.52	4.27	4.89
Canadá	3.985	3.305	1.98	4.035	4.155	4.655	4.89
Chile	4.33	3.64	2.25	3.78	3.03	4.32	5.06
China	3.78	3.74	3.49	4.41	3.3	4.18	4.23
Colômbia	3.66	3.86	2.9	4.03	3.61	4.3	4.69
França	4.21	3.2	2.21	3.72	4.39	5.13	5.05
Grécia	4.4	3.41	1.83	4.25	3.92	4.39	4.84
México	4.5	3.9	2.13	3.9	2.83	4.36	4.73
Holanda	4.05	3.19	1.91	3.97	4.13	4.85	5.03
Peru	3.71	3.92	2.76	4.08	2.98	4.3	4.84
Taiwan	4.12	3.82	2.69	4	3.27	4.36	4.31
Reino Unido	3.91	3.34	2.33	4.01	4.26	4.62	4.92
Estados Unidos	3.46	3.67	2.37	4.09	3.87	4.19	4.68

Nota. Harmo – Harmonia; Conserv – Conservadorismo; Hierar – Hierarquia; Maest – Maestria; Auto_Afe – Autonomia Afetiva; Auto_Int – Autonomia Intelectual; Igual – Igualitarismo. Adaptado de “*The 7 Schwartz cultural value orientation scores for 80 countries*” de Schwartz, 2008.

Como destaques da Tabela 8, que apresenta os valores das dimensões de Schwartz para os países estudados, nota-se um alto valor de Hierarquia na China, que destoa do resto da amostra, sendo que Holanda, Canadá e Grécia apresentaram valores bastante baixos. Para Autonomia Afetiva, México teve um baixo valor, destacando-o nessa dimensão. França

liderou bem acima da média na Autonomia Intelectual bem como no Igualitarismo, dimensão que compartilha com a Holanda.

2.4.2 Análise de correlação

A Tabela 9 expõe a análise de correlação de Pearson entre as dimensões culturais que são as variáveis independentes e a variável TranspM. Fávero (2009) destaca que o coeficiente de correlação é uma medida de grau de associação linear entre duas variáveis quantitativas, variando entre o intervalo de -1 a 1. Nesse intervalo, são definidas pelo autor faixas de classificação, em módulo, para a força das correlações sendo de 0,0 a 0,2 correlações muito fracas; 0,2 a 0,4 fracas; 0,4 a 0,6 moderadas; 0,6 a 0,8 fortes; e 0,8 a 1,0 muito fortes.

Tabela 9

Correlação entre a Variável Dependente e as Variáveis Independentes

Correlações entre as Variáveis Dependentes e as Variáveis Independentes							
Hofstede	DP	IND	MF	OLP	AI	IDU	
TranspM	-0.105***	0.1041***	0.0072	0.0530***	-0.0984***	-0.0135	
Schwartz	Harmon	Conser	Hierar	Maestria	Auto_Int	Auto_Int	Iguali
TranspM	-0.0369**	-0.1988***	-0.0851***	0.0525***	0.1333***	0.1333***	0.0111

Nota. Nível de significância: **0.05; ***0.01.

No que tange às dimensões culturais de Hofstede, a Distância do Poder, Individualidade, Orientação em Longo Prazo e Aversão ao Risco mostraram ter relação significativa com a TranspM ao nível de 1%. No entanto seus coeficientes foram baixos, indicando pouca variação e relação entre a medida de transparência adotada e os valores culturais.

Para as dimensões culturais de Schwartz, Harmonia apresentou significância a 5% enquanto todas as outras, com exceção de Igualitarismo tiveram significância a 1%. Para os coeficientes, estes também foram baixos, tendo o Conservadorismo com o maior nível de correlação com TranspM dentre as dimensões.

A Tabela 10 apresenta os resultados de correlação entre as dimensões culturais. Destaca-se que os resultados revelaram altos valores de correlações significantes entre os grupos de dimensões culturais. Deste modo, existem indícios de multicolinearidade entre as dimensões.

Tabela 10

Correlação entre os grupos de Dimensões Culturais

Hofstede						
	DP	IND	MF	OLP	AI	IDU
PD	1					
IND	-0.9359***	1				
MF	-0.4289***	0.6181***	1			
OLP	0.5198***	-0.4718***	-0.28***	1		
AI	0.7616***	-0.8495***	-0.6788***	0.0875***	1	
IDU	-0.2534***	0.3304***	0.2787***	-0.6658***	-0.0207	1

Schwartz						
	Harmon	Conser	Hierar	Maestria	Auto_Af	Auto_Int
Harmon	1					
Conser	-0.1135***	1.0000				
Hierar	-0.2172***	0.4818***	1.0000			
Maestria	-0.7380***	0.1609***	0.5588***	1.0000		
Auto_Af	-0.7118***	-0.5646***	-0.2363***	0.4758***	1.0000	
Auto_Int	0.6194***	-0.6059***	-0.3743***	-0.4503***	-0.0733***	1.0000
Iguali	0.6330***	-0.3917***	-0.5900***	-0.8781***	-0.2935***	0.5610***

Nota. Nível de significância: ***0.01. IND: Individualidade; MF: Masculinidade; OLP: Orientação em Longo Prazo; AI: Aversão ao Risco; IDU: Indulgência.

Para as dimensões de Hofstede todas apresentaram significância a 1% com exceção de Aversão ao Risco e Indulgência, que não foram significativas. Quanto ao coeficiente, Distância do Poder foi inversamente relacionada de maneira bem forte com Individualidade, tendo um coeficiente bem próximo de 1. Sendo que Individualidade também se mostrou fortemente relacionada, mesmo que inversamente com Aversão ao Risco. As dimensões de Schwartz também se mostraram significantes a 1% em todas as dimensões.

2.4.3 Análise fatorial para o modelo de Hofstede

Devido à multicolinearidade encontrada nas 6 dimensões de Hofstede para a amostra, optou-se por construir um índice de cultura, obtido por meio da abordagem ACP (Análise dos Componentes Principais), semelhante ao que foi desenvolvido por Correia (2008) e Peixoto (2012).

Fávero (2009) indica que a ACP é um método estatístico que reduz um grande número de variáveis correlacionadas entre si a um número menor, realizando combinações lineares ortogonais de modo a reproduzir ao máximo a variância original. Essa técnica decompõe uma matriz X com N observações de K indicadores em um novo grupo de K variáveis ortogonais, de forma que a primeira das variáveis apresente a maior variância possível.

A primeira proposta de análise encontrou 2 fatores. O teste Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) revelou um valor de 0.608, que de acordo com Fávero (2009) é um valor aceitável para a análise. A variância acumulada explicada pelos 2 fatores foi de 82.54% e sua matriz rotativa pode ser vista na Tabela 11. A fim de tentar melhorar a variância explicada, foi reaplicado a análise fatorial exigindo que fossem elaborados três fatores. Nessa segunda análise o KMO foi de 0.608 assim como a primeira, mas a variância explicada subiu para 93.48%.

Na análise em 2 fatores, os fatores receberam as seguintes denominações: “Gestor Patrono” e “Hedonismo Breve”. Na análise em 3 fatores, os constructos receberam os nomes: “Gestor Colaborador”, “Hedonismo Breve” e “Masculinidade”, conforme aponta a Tabela 11.

Considerando os sinais das variáveis dentro dos fatores, o primeiro fator da primeira análise fatorial recebeu o nome de Gestor Patrono, devido a sua característica de estar relacionado à Distância do Poder e Aversão ao Risco positivamente, sendo estas características dominantes da perspectiva do gestor popularmente conhecido, que seria supostamente aquele gestor avesso ao risco, que busca retornos progressivos e se encontra no topo da empresa. No entanto, esse fator possui sentido oposto (-) à Individualidade e a Masculinidade, o que sugere uma orientação mais sustentável visando à continuidade da organização, além de possuir uma visão de grupo. Para o segundo fator, este recebeu o nome de Hedonismo Breve, pois estão neste constructo apenas Orientação em Longo prazo e Indulgência, simbolizando a relação destas dimensões com o prazer momentâneo e sem julgamento (Indulgência) ou o investimento para obtenção de retornos futuros (Orientação em Longo Prazo).

Tabela 11

Matriz de componentes para as dimensões de Hofstede

	Componentes em 2 Fatores		Componentes em 3 Fatores		
	Gestor Patrono	Hedonismo Breve	Gestor Colaborador	Hedonismo Breve	F_Masculinidade
DP	0.853	-0.307	0.952	-0.257	-0.096
IND	-0.926	0.300	-0.884	0.261	0.347
MF	-0.730	0.168	-0.304	0.177	0.912
OLP	0.229	-0.895	0.326	-0.877	0.038
AI	0.969	0.115	0.798	0.145	-0.544
IDU	-0.074	0.901	0.006	0.909	0.209

Na primeira análise fatorial, 4 dimensões foram agrupadas em conjunto, sendo Distância do Poder, Individualidade, Masculinidade e Aversão ao Risco (Fator Gestor Patrono) e no outro fator Orientação em Longo Prazo e Indulgência (Hedonismo Breve). Ao

rodar a análise fatorial considerando 3 fatores, Masculinidade que se destacava de seu fator na primeira análise passou a constituir um fator isolado (Fator Masculinidade).

No caso da análise em 3 fatores, o primeiro fator recebeu o nome de Gestor Colaborador, uma vez que a masculinidade, que simboliza a utilização de recursos passou para um fator isolado. O segundo fator manteve o nome da primeira análise e o terceiro fator envolveu apenas a Masculinidade, utilizando assim o nome de sua própria variável original.

Não houve a necessidade de fazer análise fatorial para as dimensões de Schwartz, uma vez que devido a seu caráter de dualidade, a separação das dimensões é o suficiente para eliminar qualquer traço de multicolinearidade. Assim, buscou-se elaborar dois modelos de Schwartz, no qual o primeiro agrega Harmonia, Conservadorismo e Hierarquia e o segundo modelo envolveu as dimensões contrárias a estas três, que são Autonomia Afetiva (Antagônica ao Conservadorismo juntamente com Autonomia Intelectual), Autonomia Intelectual (Antagônica ao Conservadorismo juntamente com Autonomia Afetiva), Igualitarismo (Antagônica a Hierarquia) e Maestria (Antagônica a Harmonia).

2.4.4 Estimação dos modelos econométricos ajustados

A partir dos modelos econométricos preliminares apresentados no item 2.3.2, foi testado o objetivo final deste estudo, analisando as dimensões culturais no mecanismo da governança corporativa da transparência. Com os ajustes feitos pela análise fatorial, foram elaborados 4 novos modelos:

$$TRANSPM = \beta_0 + \beta_i DHf2 + \beta_k VF + \beta_l VL + \beta_x ADR + \varepsilon \quad (\text{Hofstede 1})$$

$$TRANSPM = \beta_0 + \beta_i DHf3 + \beta_k VF + \beta_l VL + \beta_x ADR + \varepsilon \quad (\text{Hofstede 2})$$

$$TRANSPM = \beta_0 + \beta_i DS1 + \beta_k VF + \beta_l VL + \beta_x ADR + \varepsilon \quad (\text{Schwartz 1})$$

$$TRANSPM = \beta_0 + \beta_i DS2 + \beta_k VF + \beta_l VL + \beta_x ADR + \varepsilon \quad (\text{Schwartz 2})$$

Onde:

DHf2 contendo Gestor Patrono e Hedonismo Breve; DHf3 contendo Gestor Colaborador, Hedonismo Breve 2 e F_Masculinidade; DS1 é composto por Harmonia, Conservadorismo e Hierarquia; DS2 possui Autonomia Afetiva, Autonomia Intelectual, Igualitarismo e Maestria; VF são variáveis a nível firma, Tamanho, Dívida e Crescimento das Vendas; VL são as variáveis legais, englobando Direitos Políticos e *Rule of Law*.

2.4.5 Resultados das regressões

Para proceder com a regressão multivariada em cross-section e validar o modelo final, foi realizado o teste de heterocedasticidade, o qual apresentou uma média anormal dos

resíduos, tendo-se então padronizado os resíduos pela forma robusta de White. A tabela 12 apresenta os Resultados das Regressões dos modelos propostos no item 2.4.4.

No que se referem ao primeiro modelo (Hofstede 1) os dois fatores utilizados apresentaram significância a 1%, indicando que há sim efeito da cultura na transparência. Em um sentido geral, quanto mais a cultura se afasta da perspectiva de Gestor Patrono mencionada anteriormente, maior a transparência. Quanto ao segundo modelo (Hofstede 2), esse apresentou significância a 5% para o Gestor Colaborador e a 10% para Hedonismo Breve, não tendo encontrado significância no fator Masculinidade, mantendo, no entanto, o sinal para o fator 1 e 2 do primeiro modelo. A variável Direitos políticos foi significativa a 1% com sinal negativo, indo conforme o esperado e corroborando com Stulz (2005) e Griffin et al. (2017). ADR foi assim como esperado significativa e positivo, corroborando com Doidge, Karolyi, Lins, Millere e Stulz (2005) e Lopes e Walker (2008), indicando que empresas que emitem ADRs têm menor nível de gerenciamento de resultados, e por sua vez, maior nível de transparência. Por fim, o Tamanho das empresas foi inversamente relacionado à transparência, corroborando com Griffin et al. (2017) e Volanté (2014).

Para as dimensões de Schwartz, o aspecto legal não se mostrou significativo, sugerindo que possivelmente tais dimensões carregam uma relação com as características legais adotadas pelo país, note que mesmo apresentando um valor aparentemente baixo em seu coeficiente, a variável *Rule of Law* possui impacto na variável dependente quando varia devido à diferença de sua grandeza para com as outras variáveis. Em ambos os modelos, as dimensões se mostraram significativas, com exceção da dimensão de Schwartz Igualitarismo, que não mostrou significância no modelo de Schwartz 2. No primeiro modelo, ambas as dimensões estudadas apresentaram sinal negativo, indicando que quanto maior o valor nesse grupo, menor será o valor da transparência, sendo ainda mais forte tal relação para a dimensão Conservadorismo, o que condiz com o estudo de Chui et al. (2016), no qual conseguiu encontrar explicações sobre o sistema financeiro e esta dimensão.

No segundo modelo de Schwartz, ambas as Autonomias apresentaram significância a 1%, tendo destaque para Autonomia Intelectual que afeta mais que as outras dimensões a transparência. Nesse sentido, quanto maior a autonomia existente na sociedade, principalmente quanto ao aspecto intelectual, mais forte é a transparência.

Tabela 12

Resultados das Regressões dos Modelos Propostos

Variable	Hofstede 1	Hofstede 2	Schwartz 1	Schwartz 2
Gestor Patrono	-0.0326***			
Hedonismo Breve	-0.0186***			
Direitos Políticos	-0.0556***	-0.0524***	0.0098	-0.0019
Rule of Law	-0.0009*	-0.0009**	-0.0003	0.0003
Tamanho	-0.0127***	-0.0126***	-0.0120***	-0.0120***
Dívida	0.0026	0.0027	0.0019	0.0026
Crescimento Receita	0.0005	0.0005	0.0005	0.0006
ADR	0.1788***	0.1793***	0.1108***	0.0405
Gestor Colaborador		-0.0303**		
Hedonismo Breve 2		-0.0177*		
F_Masculinidade		0.0158		
Harmonia			-0.1343***	
Conservadorismo			-0.4293***	
Hierarquia			-0.1184**	
Maestria				0.2646**
Autonomia Afetiva				0.1321***
Autonomia Intelectual				0.3749***
Igualitarismo				0.1014
_cons	0.9084***	0.9088***	3.1122***	-2.8953**
N	3682	3682	3682	3682
r2	0.0437	0.0437	0.0557	0.0602
F	20.4257	18.3290	15.0712	20.1106
Rmse	0.2906	0.2907	0.2888	0.2882

Nota. * $p < .1$; ** $p < .05$; *** $p < .01$ – Foi utilizado resíduos robustos de White.

Quanto à questão de contraste, as dimensões de Schwartz se mostraram consistentes de maneira geral, uma vez que Conservadorismo versus Autonomia se mostraram ser as dimensões de maior impacto na transparência e ambas foram significativas a 1% em seus modelos. Assim, é possível sugerir que uma sociedade que preze mais pela igualdade ao invés da hierarquia, seus membros tenham maior noção de si próprio e possuem autonomia ao invés de presar de maneira conservadora e dependente da sociedade e utilizam fortemente os recursos, sem se preocupar muito com a sustentabilidade, maior será a transparência.

Assim, baseado nos resultados gerais obtidos, indica-se que há importante efeito das dimensões culturais na Transparência das empresas localizadas nos 14 países estudados na amostra. Considerando os modelos de Hofstede, as variáveis legais foram significativas ao passo que não mostraram relevância aos modelos de Schwartz, nota-se ainda que a diferença de grandeza dos coeficientes (principalmente na variável *Rule of Law*) é proporcional aos valores das variáveis, o que corrobora com os estudos de La Porta et al. (2000) e Stulz (2005).

Por fim, as variáveis a nível firma, especialmente o tamanho das organizações e emissão de ADRs foram significativos na análise feita.

2.5 Considerações Finais

O propósito deste trabalho foi investigar os fatores determinantes do gerenciamento de resultados à nível país e a nível firma, avaliando de forma conjunta fatores legais, dimensões culturais e variáveis específicas das firmas. O estudo inovou ao selecionar suas proxies para as dimensões culturais, envolvendo duas abordagens – de Hofstede e de Schwartz, e relacionando-as com o gerenciamento de resultados. Adotou-se uma regressão multivariada em *cross-section*, para uma amostra de empresas com ações ou DRs nas bolsas dos Estados Unidos, México, Brasil, Chile, Peru e Colômbia.

Quanto ao método adotado, utilizou-se Análise Fatorial, em especial a Análise de Componentes Principais, para a elaboração dos constructos de cultura para o grupo de dimensões de Hofstede; e em seguida, foram testados os modelos de regressão delineados conforme embasamento na literatura.

Os resultados indicam que a cultura exerce forte papel nas práticas de gerenciamento de resultados. Os coeficientes encontrados não são padronizados para identificar quais variáveis mais apresentam força na variação da variável dependente, no entanto, por ordem de grandeza tanto Schwartz quanto Hofstede parecem ser relevantes por igual. Todas as dimensões culturais de Schwartz, salvo por Igualitarismo, para a amostra estudada se mostraram significantes, desempenhando influência no nível de transparência das firmas. Quanto a Hofstede, o principal grupo de fatores foi significativo, demonstrando que alguns aspectos das dimensões culturais de Hofstede estão fortemente relacionados às práticas de *Earnings Management*.

Dessa forma, espera-se ter contribuído na elucidação do papel da cultura nas relações legais e de fomento organizacional que ocorrem nas empresas e nos países, destacando a importância de se entender a cultura de dado país para melhor compreender o porquê de tais regras, sistemas legais e motivos que venham a alterar a governança corporativa das empresas e dando assim pistas de como comparar as diferenças entre empresas de vários países.

Como limitação, por se constituir em uma análise multi-países, a amostra se mostrou pequena quanto a número de países participantes, o que pode ter limitado a explicação ao continente americano, uma vez que as bolsas de fonte de dados são destas localidades.

Para futuras pesquisas, sugere-se analisar a relação entre as dimensões culturais e outros mecanismos de governança corporativa, como conselho de administração, estrutura de

propriedade e controle, compensação aos gestores e/ou proteção aos minoritários. Outra linha seria explorar um grupo alternativo de dimensões culturais, como a do Globe Project que estuda os aspectos culturais, liderança e práticas organizacionais ao redor do mundo, contando com acesso a várias empresas, gerentes e CEOs.

Capítulo 3: Países dentro de um País: as diferenças culturais entre as regiões brasileiras impactam na governança corporativa?

3.1 Introdução

Quando se estuda os mecanismos de governança corporativa (GC), pode-se focar tanto nos fatores determinantes ao nível firma como os determinantes à nível país e sua possível influência sobre a qualidade da governança das firmas e países. De acordo com Doidge et al. (2007), os determinantes à nível país explicam muito mais da variação dos níveis de governança (variando de 39% a 73%) do que as características específicas das firmas (variando de 4% a 22%). Segundo os autores, em países menos desenvolvidos, os determinantes internos da GC apresentam importância ainda menor.

Van Essen et al. (2012) argumentam que vários aspectos à nível país, como por exemplo: níveis de corrupção, proteção aos acionistas minoritários, e sistema financeiro tem se mostrado relevantes nos estudos de governança. Os autores ainda demonstram que tais variáveis explicam cerca de 25% da heterogeneidade do desempenho organizacional.

Dentre os elementos à nível país, estudos como o de La Porta et al. (2000) mostraram como as variações na origem legal dos países pode influenciar na governança, enquanto autores tais como Fan et al. (2011) investigaram o papel dos fatores econômicos de cada país. Estes estudos se mostraram significantes quanto à determinação da força que o sistema legal e econômico tem sobre as organizações e suas escolhas, não apenas nas regras informais e condutas, mas também nas diretrizes formais e na GC. Nos últimos anos, além dos aspectos acima, ainda muito importantes, outro aspecto que passou a se destacar foi a cultura dos países.

A cultura tem se mostrado forte candidata a expressar as diferenças à nível país, às vezes até substituindo variantes legais e econômicas e revelando inclusive um maior poder explicativo. (Griffin et al., 2017). Hofstede descreve a cultura como uma programação coletiva da mente que é capaz de diferenciar um grupo de outro, contribuindo ainda para a definição de particularidades nacionais e institucionais (Hofstede, 1984). Assim, compreender as diferenças culturais entre os países ajuda a explicar diferentes decisões e normas geradas na construção da sociedade e consequentemente na GC. Griffin et al. (2017), Chui et al. (2016), Licht et al. (2005) e outros apresentam trabalhos utilizando a cultura relacionada aos aspectos legais, econômicos e/ou com a GC, e seus resultados se mostraram promissores, revelando

novos aspectos não estudados e até obtendo resultados a princípio melhores que estudos que não consideraram a cultura.

Dessa forma, pode-se observar que há muito espaço (ou lacunas na literatura) para se estudar os fatores determinantes da GC à nível país, em especial a questão da cultura. Outro ponto é a carência de estudos sobre as diferenças regionais da cultura dentro de um mesmo país, que é o foco deste estudo. Dada à proporção continental do Brasil e as diferenças culturais marcantes em cada região do Brasil, parte-se do pressuposto que tais diferenças possam explicar, parcialmente, os diferentes níveis de governança presentes nas firmas brasileiras (Tanure, 2000; Barbalho, 2007).

Dados do IBGE (2018) mostram que o Brasil é o quinto maior país do mundo em extensão territorial, é maior que todos os países europeus juntos, desconsiderando a parte ocidental russa; possui cerca de 208 milhões de habitantes (6º país mais populoso), tendo quase um terço do total de habitantes da Europa. Ainda, durante sua história, sofreu forte miscigenação e colonização diferentes ao longo de toda sua extensão. Tais atributos fazem com que o país tenha várias regiões culturais, sendo assim difícil garantir um aspecto cultural preciso para todo o país (Muzzio & Casto, 2008).

Portanto, indaga-se sobre a possibilidade de diferentes regiões do país possuir aspectos próprios que possam diferenciar o delineamento da governança corporativa nas empresas. Dado este panorama, o presente estudo buscou adaptar a metodologia usada para análises multi-países para uma análise multi-regiões de um mesmo país (Griffin et al 2017; Muzzio, 2010; Rathke, Santana, Lourenço e Dalmácio, 2016). O presente estudo segue, portanto, a linha de trabalhos como o de Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012), que mostraram a importância das mudanças no ambiente institucional dos países e do alinhamento destas com as normas subjacentes à cultura na qual a firma está inserida, para só então se pensar em mudanças nas práticas de governança corporativa das organizações.

Sob a perspectiva da Teoria de Agência, a governança corporativa envolve os seguintes mecanismos: conselho de administração, compensação aos gestores, estrutura de propriedade e controle, proteção aos minoritários e transparência das informações publicadas. Nesta pesquisa, optou-se por estudar mais a fundo o mecanismo da Transparência, representado pelo Gerenciamento de Resultados (*Earnings Management*, em inglês), e adotando as métricas de Leuz et al (2003) e de Kang e Sivaramakrishnan (1995). A escolha deste mecanismo se justifica, pois segundo Correia et al. (2017), a qualidade da governança de uma empresa está diretamente associada à qualidade das suas informações prestadas. Tal mecanismo, quando bem atendido, proporciona maior suporte para a tomada de decisão de

investimento, sendo inversamente relacionado aos conflitos de agência das firmas (Correia et al. 2017). Além disso, no estudo de Correia et al. (2011), os autores constroem e validam um índice de qualidade da governança que revela a importância do mecanismo da transparência para o contexto brasileiro. Ao agruparem os indicadores das cinco dimensões de GC consideradas, os autores constatam que o índice IQG de sua pesquisa é dominado pela “transparência das informações publicadas”, que contribui com 39% do poder explicativo do índice.

O objetivo do presente estudo é, portanto, investigar a influência da cultura regional sobre as práticas de gerenciamento de resultados de firmas brasileiras de capital aberto no período de 2014 a 2017. Para medir a cultura adotaram-se três dimensões de Hofstede, escolhidas e avaliadas de acordo com a literatura, quais sejam: Individualismo, Aversão à Incerteza e Orientação ao Longo Prazo. A escolha destas três dimensões culturais se deve ao intenso uso destas na literatura, como visto nos estudos de Guan, Pourjalali, Sengupta e Teruya (2005), Hang et al. (2010), Callen, Morel e Richardson (2011), Griffin et al. (2017) e Zhang, Liang e Sun (2013), sendo que estes últimos autores ainda apresentam uma explicação dos testes empíricos já encontrados quanto a dimensão de Individualismo. Nota-se também a falta de significância quanto à masculinidade e distância do poder quando estas são analisadas, como no estudo de Guan et al. (2005), por fim há enorme colinearidade entre aversão a incerteza com masculinidade.

Adicionalmente, testou-se se algumas variáveis ao nível firma apontadas pela literatura de finanças que influenciam no gerenciamento de resultados, quais sejam: ROA, tamanho da firma, endividamento, concentração acionária, resultados negativos, *Market-to-book* e setor. Quanto à metodologia adotada, adotou-se regressão com dados em painel. Não foi encontrado nenhum trabalho no Brasil que buscasse a relação entre cultura regional e gerenciamento de resultados em uma perspectiva quantitativa. No exterior, foram encontrados os seguintes trabalhos, que serviram de inspiração para este estudo: Callen et al. (2011); Daniel et al. (2012); Guan et al. (2005); e Han, Kang, Salter e Yoo (2010), que também trabalharam com cultura e *Earnings Management*.

3.2 Referencial Teórico

3.2.1 Cultura e suas dimensões

Sendo atualmente o autor mais utilizado dentro das ciências sociais aplicadas, Hofstede criou seu modelo cultural tendo como base as organizações, tal metodologia lhe aproximou desta área, tornando-o amplamente aceito e empiricamente testado em diversos

estudos (Ferreira et al., 2014). Geert Hofstede define cultura como “a programação coletiva da mente que distingue os membros de um grupo ou categoria de pessoas de outros” (Hofstede, 1980; Hofstede Insights, 2017). Ao longo dos anos, o autor atualizou seu trabalho, chegando a apresentar seis dimensões culturais que podem ter caráter dual como Individualismo versus Coletivismo e Orientação em Longo Prazo versus Orientação em Curto Prazo. Sua medida normalmente se dá por aproximação relativa da amostra, com seu valor variando de 1 a 100, considerando uma padronização mínimo-máximo para sua amostra de países.

As dimensões elencadas pelo autor referem-se a aspectos socioeconômicos fundamentais, discriminando a diversidade social em que são mensuradas. Segundo Hofstede (2001) e também de acordo com o Hofstede Insights (2017), o significado das dimensões adotadas no presente estudo pode ser assim explicado:

- **Aversão a Incerteza:** O grau de ameaça percebida por membros de uma cultura em situações incertas, ou seja, reflete o sentimento de desconforto que as pessoas sentem ou a insegurança com riscos, caos e situações não estruturadas.
- **Individualismo versus Coletivismo:** Até que ponto as pessoas sentem a necessidade de cuidar de si próprias, das suas famílias ou organizações a que pertencem, ou seja, esta dimensão indica se uma sociedade é uma rede social sem relação entre os indivíduos, na qual cada um é suposto interessar-se apenas por si mesmo, ou se ela oferece um tecido social fechado no qual os indivíduos se dividem entre membros e não membros de grupos e esperam que o grupo ao qual pertençam os proteja.
- **Orientação em Longo Prazo versus em Curto Prazo:** Longo prazo envolve valores orientados para o futuro, como poupança e persistência; curto prazo envolve os valores orientados para o passado e o presente, como respeito pela tradição e cumprimento de obrigações sociais.

Alguns trabalhos utilizando a metodologia proposta por Hofstede foram realizados para as regiões brasileiras, tais estudos chamaram a atenção do autor, que realizou um estudo posterior para analisar a utilização de seu modelo dentro de um país. Apesar de sua criação ter sido feita para países, Hofstede cita que vários destes, especialmente os maiores como Brasil, China, Índia, Indonésia e Estados Unidos podem ser divididos em regiões diferentes não apenas geograficamente, mas climaticamente, economicamente, linguisticamente e/ou em

origens étnicas, tornando possível a aplicação de seu trabalho para estes (Hofstede et al. 2010).

Ao se unir a autores que pesquisavam as regiões brasileiras por meio de sua metodologia, Hofstede et al. (2010) executaram várias análises, avaliando desde a aplicação e adaptação do modelo, até análises estatísticas como análise fatorial para verificar aproximação das pesquisas realizadas em território brasileiro e avaliando se houve congruência dos estados com suas próprias regiões. Após suas análises, os autores verificaram que apesar de ser possível obter resultados interpretáveis para regiões dentro um país utilizando a metodologia de Hofstede que foi criada para países, este perde parte da precisão, não conseguindo capturar características mais sensíveis, como o próprio ‘jeitinho brasileiro’, algo exclusivo do Brasil e que talvez varie entre regiões, exigindo assim um estudo cultural próprio. Os autores inclusive ressaltam que o “jeitinho brasileiro” poderia estar relacionado às dimensões culturais de Aversão ao Risco e de Individualismo x Coletivismo, indicando, por exemplo, que pode haver união de um grupo para contornar regras que estejam dificultando alcançar determinado objetivo do grupo ou mesmo de algum indivíduo.

3.2.2 Regionalismo Brasileiro, países dentro de um país

Devido a sua grande extensão, seu histórico de colonização e vários outros fatores históricos, o Brasil apresenta grande diversidade cultural dentro de seu território. Vários autores (Adler & Gundersen, 2007; Muzzio & Casto, 2008; Tanure, 2000; Hofstede et al., 2010; Xavier, Muzzio, Paiva & Souza 2015) comentam como cada região brasileira carrega seus traços e características únicas, possuindo sua própria cultura e consequentemente suas próprias práticas sociais. Barbalho (2007) inclusive argumenta a dificuldade de se criar uma única identidade cultural para o país, uma vez que há muitos conflitos culturais entre as diversas regiões brasileiras.

Tais diferenças exigem adaptações de rotinas e processos por parte das empresas que atuam fora da sua região de origem, para se adequarem de acordo com os traços locais a fim de melhor aproveitarem a rede de relacionamentos locais e fomentar suas estratégias (Muzzio, 2010). Esta perspectiva multicultural e tamanha complexidade dentro do território nacional é motivo de alerta por parte de Chu e Wood Jr. (2008) que citam como é necessário um longo processo de observação e análise para revelar a cultura organizacional brasileira, uma vez que esta é um reflexo da própria situação inerente à cultura do país.

Dessa forma, destacar os efeitos da cultura local nas organizações e suas práticas pode dar pistas do impacto de elementos subjetivos que permeiam a todo o momento a sociedade,

considerando não apenas o efeito nacional e as comparações existentes entre países, mas também priorizar o entendimento local sobre as atitudes e decisões pertinentes ao âmbito organizacional. Por isso, argumenta-se que há diferenças dentro do Brasil em como as organizações lidam com seus métodos de gestão relacionados à Governança Corporativa, em especial no Gerenciamento de Resultados, sendo que este pode ser afetado pelas diferenças culturais de cada região brasileira, uma vez que não há apenas práticas discricionárias, mas também escolhas subjetivas dos gestores que influenciam o GR.

3.2.3 Gerenciamento de resultados

Amat e Gowthorpe (2004) afirmam que o Gerenciamento de Resultados - GR (*Earnings Management*) implica na alteração do resultado financeiro empregando escolhas contábeis, estimativas e outras práticas permitidas pela regulação contábil. Kraemer (2005) complementa dizendo que o GR é o processo no qual os contadores podem usar de seu conhecimento sobre as normas contábeis para manipular as cifras da empresa, sem deixar de cumprir os princípios de contabilidade. No entanto, a definição mais completa e atual do tema é oferecida por Martinez (2013):

“o uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento e mensuração), na tomada de decisões operacionais e na seleção dos critérios de apresentação da demonstração de resultado (*disclosure*). Todas dentro dos limites das normas contábeis, visando influenciar as percepções sobre fatos econômicos subjacentes, que são refletidos nas medidas de resultado contábil” (Martinez, 2013, p. 5).

Assim Martinez (2013) expande as citações anteriores ao se considerar não apenas o julgamento discricionário, mas também as escolhas de práticas contábeis, como momento de reconhecimento das contas, reavaliação de patrimônio e etc. Tais ações podem ser manipuladas durante a atividade operacional da organização, visando justamente afetar os resultados que serão apresentados (Cardoso, 2004). Dentro desse contexto, espera-se que quanto maior for o GR, menor será a transparência das informações contábeis oferecidas pela empresa, uma vez que estas estão buscando mascarar ou postergar fatos contábeis para induzir ao erro os *stakeholders* ou futuros parceiros de negócio sobre a verdadeira performance econômica da organização, reportando números mais próximos do desejado (Healy & Wahlen, 1999).

Em geral, o gerenciamento de resultados ocorre por diferentes razões, como a influência das percepções do mercado de capitais, resultados negativos, aumento da remuneração dos gestores, meio de contornar leis e regulamentos, dentre outros (Healy &

Wahlen, 1999). Assim é possível resumir os motivos em simplesmente melhorar a aparência contábil da empresa, trazendo ganhos (mais investidores e capitalização de mercado) ou diminuindo custos (aquisição de capital e custos legais) e consequentemente aumentando o valor da empresa. Dessa forma têm-se como consequências efeitos gerados na capacidade econômica da organização, bem como impactos em seus *stakeholders*, levando a uma má qualidade de interpretação e resultando em impactos sociais, econômicos e financeiros não apenas à empresa, como também a sociedade (Matsumoto e Parreira, 2009).

Nos estudos relacionados ao GR, é comum a utilização dos *accruals* como sua *proxy*. Define-se *accruals* como a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional líquido. Sendo que os *accruals* podem ser discricionários (aqueles relacionados ao gerenciamento de resultados) e os não discricionários (lançamentos contábeis naturais do negócio decorrentes das atividades normais da empresa) (Martinez, 2008).

No que tange a Governança Corporativa (GC) e sua relação com o nível de Gerenciamento de Resultados, as pesquisas apresentam resultados por vezes conflitantes, não sendo possível concluir o sentido da relação. Por exemplo, Ramos e Martinez (2006) indicam que empresas listadas no Novo Mercado, Nível 1 e 2 da B3 possuem menor variabilidade dos *accruals* discricionários. Assim, estar em um nível diferenciado de GC reduziria a propensão ao gerenciamento de resultados via ações contábeis (Martinez, 2011; Almeida-Santos, Verghagem e Bezerra, 2011). Porém, Lehmann (2016) encontrou o efeito oposto para empresas britânicas, ao constatar que quanto maior a qualidade da GC, mais as empresas tendem a gerenciar resultados para atender as expectativas dos *stakeholders*. Ainda, Erfurth e Bezerra (2013) não encontraram significância ao fazer a mesma análise utilizando dados para o Brasil. Resultado que foi reforçado pelo achado de Katmon e Farooque (2015) ao executarem uma análise entre gerenciamento de resultado e governança corporativa no Reino Unido.

Como desdobramento, podem-se destacar fatores que alteram ou explicam a alteração no gerenciamento de resultados, tendo os que: a) diminuem – proteção aos investidores minoritários, que limita a habilidade dos administradores de mascarar resultados (Leuz, et al., 2003); o nível de *disclosure* da firma, que se mostra como um dificultador do GR (Martinez, 2008); Fazer parte das principais economias europeias ou ter forte tradição na adoção das International Financial Reporting Standards (IFRS) (Rathke et al., 2016); Receber auditorias externas de alto nível, como as Big Four (Martinez 2011); b) aumentam – a organização estar em processo de falência, uma vez que precisam apresentar uma imagem melhor para reverter o processo e se utilizam mais do GR (Ahmadpour e Shabsavari, 2016); Não possuir tradição

nas práticas do IFRS (como a América Latina) (Rathke et al., 2016); Empresas que utilizam menos do que o esperado dos serviços de auditoria, (Martinez e Moraes, 2017).

3.2.4 Aspectos culturais e o gerenciamento de resultados

Ao longo dos anos, muitos estudos incorporaram o aspecto cultural, em especial as dimensões culturais de Hofstede dentro do campo da administração, sendo este o mais utilizado dentro desta área (Ferreira et al., 2014).

Destacando-se apenas estudos focados no GR, pode-se citar Guan et al. (2005) que ao analisarem cinco países do pacífico-asiático (Austrália, Japão, Hong Kong, Malásia e Singapura) com o objetivo de explorar o impacto das diferenças à nível país no gerenciamento de resultados, elaboraram modelos de regressão utilizando dados de 1987 até 1995 em uma análise do tipo *pooled*. Encontraram significância entre gerenciamento de resultados e as dimensões tradicionais de Hofstede, sendo que a dimensão individualismo se mostrou positivamente relacionada ao GR, enquanto que aversão à incerteza e orientação em longo prazo se mostraram negativamente relacionada, não encontrando relação com distância do poder. Os autores ainda dizem que seu estudo é pioneiro sobre esta temática no mundo.

Outro estudo é o de Han et al. (2010) que analisaram o gerenciamento de resultados utilizando dados a nível firma de 32 países durante o período de 1992 a 2003 tendo como principal objetivo verificar como o sistema de valores (Cultura) impactava no grau de gerenciamento de resultados. Os autores constataram que o individualismo é positivamente relacionado à magnitude do gerenciamento de resultados enquanto que aversão à incerteza segue caminho inverso, confirmando a hipótese de que a cultura nacional e também a estrutura institucional são fatores importantes para o GR feito pelos gestores. Tal achado, no entanto, contraria o de Desender, Castro e Escamilla de León (2011) que havia encontrado que individualismo é negativamente relacionado ao GR.

Visando verificar o estado da arte na relação entre GR e Cultura, Callen al. (2011) utilizaram de dados mais atualizados que os estudos previamente apresentados e se aproveitaram também da variável religião, tendo como foco testar o efeito da cultura e religião sobre o GR. Utilizaram a *proxy* de GR de Leuz et al (2003) e trabalharam com dados de 31 países. Seus resultados confirmaram o encontrado por Desender et al. (2011) e ainda mostraram que ao inserir a cultura no modelo, as variáveis legais tendem a perder significância. A Religião, no entanto, não se mostrou significativa com relação ao GR durante os testes executados.

Outro estudo que teve como objetivo explorar o efeito da cultura na divulgação de resultados financeiros foi o de Zhang et al. (2013). Os autores selecionaram a dimensão Individualismo-versus-Coletivismo de Hofstede, escolhendo-a por já ser provadamente concisa, testada empiricamente e estar relacionada a fatores morais de julgamento quanto aos participantes sociais. Ao longo de sua análise de resultados, os autores testaram o gerenciamento de resultados como variável dependente. Seus resultados apontam que a cultura dos 41 países e regiões estudadas implica no GR, sendo positivamente associado com o nível de coletivismo (ou inversamente ao Individualismo) e negativamente com a proteção ao investidor. Tal resultado corrobora os estudos de Desender et al. (2011) e de Callen et al. (2011).

A partir dos estudos apresentados, conseguiu-se delinear a hipótese deste trabalho: “As diferenças culturais existentes entre as regiões brasileiras ajudam a explicar as variações no nível de Gerenciamento de Resultados das firmas brasileiras listadas na B3”.

3.3 Metodologia

Este trabalho pode ser classificado como quantitativo e descritivo, pois busca descrever as relações entre as variáveis, no contexto dos estudos de Governança Corporativa, mais precisamente descrevendo o efeito que as dimensões culturais das macrorregiões brasileiras exercem no Gerenciamento de Resultados das firmas. Como ferramenta de análise, foi utilizada a regressão em painel com efeitos aleatórios após a verificação pelos testes de Breusch-Pagan e Hausman.

3.3.1 Amostra

A amostra do estudo é composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto ativas e inativas listadas na B3 durante o período de 2014 até 2017, com exceção de empresas financeiras devido às particularidades econômicas e contábeis presentes nestas. Os dados foram obtidos a partir da base de dados Economatica. Para ser possível o cálculo das variáveis para o período estudado foi necessário à coleta de dados desde 2010, pois algumas variáveis implicam em variações, desvios e correlações. O período final deve-se à disponibilidade dos dados no momento da coleta, tendo todas as informações colhidas sendo ajustadas para o tempo presente pela inflação, resultando inicialmente em uma amostra de 591 empresas.

Durante a validação dos dados colhidos foram removidas empresas sem LAIR em pelo menos dois anos consecutivos para o período estudado, devido a necessidade de continuidade para os cálculos, o que resultou na retirada de 162 empresas. Ainda foram excluídas empresas

para as quais não houve dados quanto ao resultado em dois anos seguidos, resultando em mais 51 remoções. Ademais, algumas empresas não tinham alguns dados essenciais para o cálculo das variáveis de GR, resultando em 90 eliminações. Por fim, foi consultado via CNPJ todas às empresas restantes e constatou-se que cinco empresas possuíam matriz no exterior ou falta de dados na Receita Federal, gerando uma amostra final de 288 empresas, em um painel desbalanceado para os anos de 2014 até 2017.

3.3.2 Variáveis

3.3.2.1 Variável dependente

Como variável dependente utilizou-se o gerenciamento de resultados. A *proxy* desta variável foi a suavização dos lucros operacionais publicados mediante a alteração de componentes contábeis (acumulações ou *accruals* em inglês) segundo a metodologia utilizada por (Leuz et al. 2003). Seu cálculo envolve três medidas principais, e a média destas 3 medidas foi a *proxy* utilizada neste estudo. O cálculo das *proxies* de GR segundo os autores citados é realizado por meio das seguintes fórmulas:

$$LDIR = LAIR - Provisão IR + Reversão de Juros Sobre o Capital Próprio$$

$$CFO = LDIR - ACC$$

$$ACC = (\Delta AC - \Delta CASH) - (\Delta PC - \Delta DC - \Delta TP) - DEP$$

Medida 1*:

$$M1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(CFO_{it})}$$

Mede a suavização dos ganhos operacionais reportados usando os valores acumulados de cada empresa

Medida 2*:

$$M2 = \rho(\Delta ACC; \Delta CFO)$$

Mede a suavização e a correlação entre os acréscimos contábeis e os fluxos de caixa operacionais

Medida 3:

$$M3 = \frac{|\Delta ACC|}{|\Delta CFO|}$$

Mede a variação nos ganhos reportados, ou seja, a magnitude dos acréscimos (ACC) em relação ao fluxo de caixa.

Onde:

Δ = Variação; ρ = Correlação; σ = Desvio Padrão;
 AC = Ativo Circulante Total;
 CASH = Disponíveis e investimentos de curto prazo;
 PC = Passivo Circulante Total;
 DC = Dívida de Curto Prazo;
 TP = Imposto de Renda a pagar;
 DEP = Despesas de Depreciação e Amortização;
 $LDIR_{it}$ = Lucro depois do imposto de renda da empresa i no tempo t ;
 CFO_{it} = Fluxo de caixa das operações da empresa i no tempo t ;

ACC = Corresponde aos itens contábeis que não representam entradas e saídas efetivas de caixa.

Por fim, para o cálculo da variável dependente as três medidas foram padronizadas para possuírem valores entre 0 e 1, não possuindo assim dados negativos (como encontrado na medida 2 ou no caso da multiplicação por -1) ou valores muito acima das outras medidas (caso da medida 1).

3.3.2.2 *Variáveis independentes*

Como variáveis independentes têm-se três dimensões culturais trabalhadas por Hofstede, sendo:

- a) **Individualismo (Indiv):** representa como a sociedade em questão valoriza as relações coletivas e individuais. Altos valores para Indiv representam uma preferência por uma estrutura social pouco coesa e exalta a necessidade de cuidar apenas de si mesmo ou pertencera grupos fechados que se protejam mutuamente, não se importando com indivíduos fora do grupo. Valores mais baixos indicam preferência por uma estrutura social coesa, revelando lealdade na formação de grupos e desejo de que o grupo proteja outros indivíduos bem como uma maior consciência das necessidades dos outros;
- b) **Aversão à Incerteza (Aver):** esta dimensão representa o desconforto dos indivíduos em situações de incerteza e/ou ambíguas. Altos valores indicam forte tentativa de se controlar o futuro ou evitar tais incertezas, podendo destacar ainda maior nível de princípios éticos e morais nestas sociedades;
- c) **Orientação em Longo Prazo (OLP):** envolve valores sociais orientados para o futuro, como por exemplo, poupança, persistência, modernidade, inovação; em oposição à orientação de curto prazo (valores mais baixos nesta dimensão) que já seria voltada para tradições e cumprimento de obrigações sociais. Baixos valores para OLP indicam preferência pela manutenção de tradições e normas consagradas pelo tempo, sendo resistentes as mudanças sociais. Por sua vez, altos valores indicam propensão ao desenvolvimento econômico e educacional, modernidade e uma visão de se preparar para o futuro.

Para obtenção dos dados de cultura regional, seguiram-se as seguintes etapas: (1) buscou-se o local de sede de cada empresa da amostra por meio do CNPJ das firmas, considerando-se apenas a matriz e desprezando a localização das filiais; (2) agruparam-se as firmas em estados e regiões; (3) buscou-se o estudo de Hofstede, et al. (2010), de onde foi retirado o valor de cada dimensão cultural (Indiv, Aver e OLP) para cada região do Brasil.

No trabalho de Hofstede et al. (2010), os autores buscam realizar uma adaptação do modelo de Hofstede para a realidade interna brasileira, analisando a viabilidade do método, bem como agrupando os resultados por meio de análise fatorial e relacionando-os às unidades federativas brasileiras. Por fim, exibem valores ponderados das dimensões culturais para cada região. A fim de aproveitar o maior número possível de estados, uma vez que há enorme carência de dados quantitativos sobre cultura, foram utilizados os dados destes autores (Hofstede et al., 2010, p. 345, Tabela 4), mais especificamente da abordagem do Instituto de Marketing Industrial por contemplar mais unidades federativas dentro de cada região, ainda assim os estados do Amapá, Tocantins, Roraima e Pernambuco não constaram no trabalho por serem *outliers* e apresentarem um agrupamento fraco e próprio (não presente nos fatores principais) durante a análise fatorial executada pelos autores, sendo vistos como não pertencentes a nenhuma das cinco macrorregiões brasileiras quanto ao agrupamento cultural.

3.3.2.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle escolhidas podem ser verificadas na Tabela 13 que apresenta todas as variáveis de controle, bem como sua mensuração, sinal esperado e os autores que também a adotaram em estudos similares. A fonte de dados dessas variáveis foi a base Economatica.

Tabela 13
Variáveis de Controle

Variável	Mensuração	Sinal Esperado	Referência
Retorno sobre ativo total (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	?	(2),(4),(5), (7),(8),(10)
Tamanho da empresa (TAM)	$TAM = \text{Ln}(\text{Ativo Total})$	?	(1),(2),(4),(5), (6),(8),(9),(10)
Endividamento (END)	$END = \frac{\text{Dívida Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	(+)	(1),(5),(9)
Concentração acionaria (CON)	Porcentagem de ações ordinárias possuídas pelo maior acionista	(+)	(2),(9),(3)
Resultados Negativos (RES)	Dummy 1 para ano com prejuízo e 0 para ano sem prejuízo	(+)	(1),(5),(7),(8)
Market-to-book	$MTB = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	(-)	(1),(4),(8)
Setor (SET)	Os setores da base Economatica	n/a	(5),(6),(8)

Nota. (1)(Han et al., 2010); (2) (Consoni; Colauto e Lima, 2017); (3) (Callen et al., 2011); (4) (Reis; Lamounier e Bressan, 2015); (5) (Sprenger; Kronbauer e Costa, 2017); (6)(Cunha e Piccoli, 2017); (7) (Martinez e Moraes, 2017); (8) (Rathke et al., 2016); (9) (Lehman, 2016); (10) (Barros; Soares e Lima, 2013). ?: Não há concordância na literatura sobre o sinal esperado.

A Tabela 13 apresenta o sinal esperado das variáveis de controle segundo o que aponta a literatura. No que tange ao ROA e tamanho da firma, os trabalhos apresentam resultados

diversos quanto ao GR. Por sua vez, para as variáveis Endividamento, Concentração acionária e Resultados Negativos tem-se encontrado uma relação positiva com o GR. Por fim, quanto maior o *Market-to-Book*, menor tende a ser o GR.

3.3.2.4 Modelo econométrico

A fim de analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e as três dimensões culturais escolhidas das cinco macro regiões brasileiras foi construído um modelo econométrico para dados em painel com todas as variáveis apresentadas. Executando os testes para encontrar o modelo de dados em painel mais adequado, encontrou-se que o modelo de Efeitos Aleatórios foi o mais apropriado. Executaram-se também testes de autocorrelação, multicolinearidade e heterocedasticidade, sendo este último corrigido pelo método robusto de White, ou comando *robust* utilizado no software Stata 14®. Ressalta-se que não foi encontrada multicolinearidade.

O modelo final pode ser visto na Equação 1:

$$GR = \beta_0 + \beta_1 Aver_{it} + \beta_2 Indiv_{it} + \beta_3 OLP_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 End_{it} + \beta_7 Con_{it} + \beta_8 Res_{it} + \beta_9 MTB_{it} + \beta_{10-29} Setor_{it} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 1})$$

Onde:

i = indicador *cross-section*;

t = indicador de tempo;

β = coeficientes associados às variáveis independentes e de controle;

ε = termo de erro da equação.

A seguir serão apresentados os resultados e suas análises, seguindo para a conclusão.

3.4 Análise dos Resultados

3.4.1 Estatística descritiva

Em um primeiro momento das análises é apresentada a estatística descritiva dos dados, sendo a variável dependente e as variáveis de controle apresentadas na Tabela 14, contendo o número de observações, média, desvio padrão, mínimo e máximo. Destaca-se da Tabela 14 o alto valor de concentração acionária (Con) existente nas empresas da amostra, atingindo uma média de 45% do controle nas mãos de um único acionista, tendo ainda grande desvio padrão e existindo empresas com controle acionário total (100%). Uma explicação para esta concentração acionária de 100% é que envolve empresas que se encontram em processo de deslistagem ou oferta pública de ações (OPA); além de haver algumas que ingressaram na bolsa no horizonte analisado, como por exemplo, a empresa Tenda.

Quanto ao endividamento (End), 25 (vinte e cinco) empresas apresentaram um valor negativo, resultado de um patrimônio líquido negativo, tais empresas também apresentaram ROA negativo, indicando prejuízo de suas operações, o que no geral é consistente com a variável resultados negativos (Res), que apresenta quase 37% de observações nas quais a empresa não teve lucro em determinado ano.

Ademais, nota-se que, em média, a amostra deste estudo possui 0,5771 em seu indicador de GR (gerenciamento de resultados). Tal valor é comparável aos trabalhos de Correia et al. (2017) que encontraram 0,5869 e de Fernandes e Ferreira (2007) que encontraram 0,5154 para a mesma variável.

Tabela 14

Descrição das Variáveis

Variável	Obs	Média	Desv. Padrão	Min	Max
GR	1,112	0.577172	0.1035597	0.095137	0.959997
ROA	1,118	0.032024	2.41437	-15.8389	76.91245
Tam	1,117	14.77633	1.906044	9.390143	20.73618
End	1,108	1.248166	9.027534	-207.087	118.5505
Con	1,104	45.68677	27.02735	3.418524	100
Res ^a	1,118	0.36941	0.482861	0	1
MTB	944	1.312738	22.06069	-643.191	150.2855

Nota. Siglas: GR=Gerenciamento de Resultados; ROA=Rentabilidade; Tam=Tamanho; End=Endividamento; Con=Concentração Acionária; Res=Resultados Negativos; MTB=Market-to-Book.

^a*Dummy*, média representa percentual de resultados negativos em decimal.

Quanto aos valores para as dimensões de cultura regionais, estes foram retirados de Hofstede et al. (2010), e expressam a diferença do valor obtido em dada região em relação à média nacional, como apresentado na Tabela 15.

Tabela 15

Dimensões de Cultura por Região

Região	Aver	Indiv	OLP
Brasil*	76	38	65
Sul	-3	+6	+2
Sudeste	+1	+2	-3
Centro	-4	0	+1
Nordeste	+5	-1	0
Norte	-7	-5	+2

Nota. Obtido de “Comparing regional cultures within a country: Lessons from Brazil” de Hofstede et al., 2010, *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 41(3) p. 345, Tabelas 3 e 4.

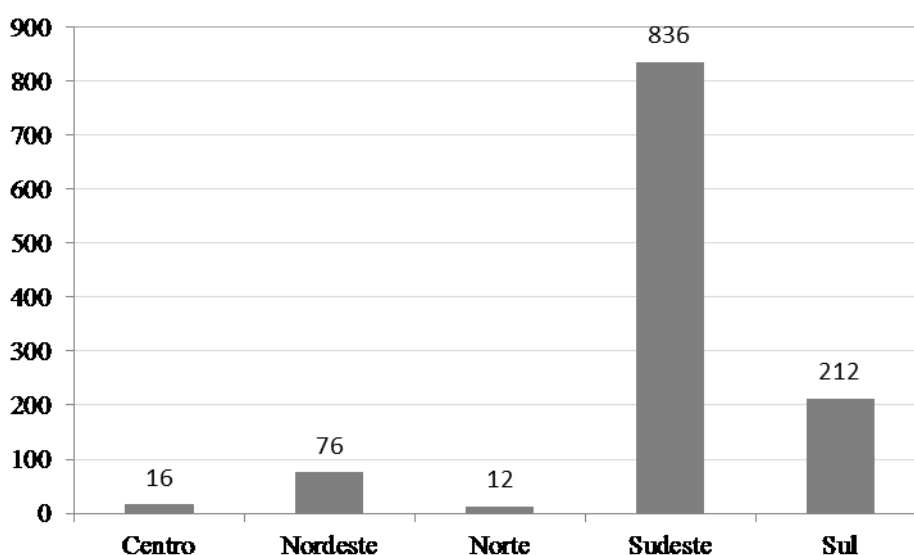
*Média Nacional. Os valores para cada região da tabela são valores subtraídos da média nacional, estando, portanto, acima ou abaixo desta.

Ao verificar a Tabela 15 pode-se dizer que com relação a aversão ao risco (Aver), as regiões Sul, Centro e Norte possuem valores inferiores nesta dimensão em relação à média

nacional, sendo o oposto para as regiões Sudeste e Nordeste. No quesito Individualidade, Sul e Sudeste estão acima da média brasileira e o Nordeste e Norte abaixo, com o Centro tendo um valor igual à média do país. Por fim, a OLP mostra valores acima da média nacional para o Norte, Centro e Sul, com diferença inferior as outras duas dimensões e apenas o Sudeste possui valor inferior de orientação em longo prazo em relação à média do Brasil. Os dados foram apresentados dessa forma na Tabela 15, pois como foram obtidos diretamente do artigo de Hofstede et al. (2010) estes foram mantidos na forma original, ou seja, a diferença destes em relação a média nacional (Brasil na Tabela 15).

Gráfico 1

Distribuição de observações por região



Como percebido no Gráfico 1, um dos pontos de maior preocupação foi a grande concentração de empresas de capital aberto na região Sudeste do Brasil. Percebe-se a desproporcionalidade entre as regiões do país, sendo quase inexistente o número de observações nas regiões Centro e Norte.

Analisando as correlações entre as variáveis do modelo, destaca-se proximidade entre as variáveis culturais, principalmente de Aversão ao Risco com as outras duas, Individualidade e Orientação em Longo Prazo. No entanto, as variáveis de controle não apresentam valores acima de 0.25 estatisticamente significativos, indicando baixo nível de correlação entre as variáveis, como apresentado na Tabela 16.

O teste VIF (*Variance Inflation Factor*) realizado para o modelo não encontrou problemas, tendo um valor médio de 1.32 e com os maiores valores sendo das três dimensões culturais analisadas, sendo 2.18, 1.8 e 1.73 para Aver, Indiv e OLP respectivamente. Tais valores se encontram dentro do aceitável como sugerido por Hair, William, Babin e Anderson

(2009) uma vez que enquanto não houver nenhum valor superior a 10 ou a média dê inferior a 1, não há problemas de multicolinearidade.

Tabela 16

Correlação das Variáveis do Modelo

	GR	Aver	Indiv	OLP	ROA	Tam	End	Con	Res	MTB
GR	1									
Aver	0.00762	1								
Indiv	0.0690*	-0.643***	1							
OLP	0.0427	-0.613***	0.491***	1						
ROA	0.0867**	0.0233	0.0171	0.0201	1					
Tam	0.208***	0.245***	-0.147***	-0.243***	0.166***	1				
End	0.0216	0.013	0.000235	-0.0194	0.0144	0.04	1			
Con	-0.0435	-0.0474	-0.0816*	0.121***	-0.0535	-0.149***	-0.0434	1		
Res	-0.166***	-0.0622	0.0111	-0.0455	-0.209***	-0.202***	0.0155	-0.00549	1	
MTB	0.0461	-0.0108	0.0163	0.0206	0.0325	0.0525	0.213***	-0.0839*	-0.00343	1

Nota. * p<.1; ** p<.05; *** p<.01.

3.4.2 Resultados das regressões

Foram realizados todos os testes pertinentes à metodologia de dados em painel como mencionado na seção 3.2.4. O Teste Breusch Pagan obtido (valor p de 0,0000) rejeitou a hipótese Pooled para o modelo e apontou a escolha do modelo de efeitos aleatórios. Uma vez que as variáveis de cultura são invariantes no tempo, não houve adequação deste modelo para a utilização de efeitos aleatórios e consequentemente a não execução do teste de Hausman, seguindo como escolha o modelo de efeitos aleatórios para este estudo.

Pelos resultados da Tabela 17, percebe-se que, dentre as três dimensões culturais analisadas, apenas Orientação a Longo Prazo (OLP) obteve relação significativa com GR, ao nível de 5%. Seu coeficiente positivo indica que quanto maior for o valor da dimensão OLP na região, maior será o gerenciamento de resultados, sendo assim espera-se haver maior GR para as organizações com sede no Sul e Norte e menos GR para aquelas presentes no Sudeste, considerando os valores culturais adotados neste estudo. Ainda, o coeficiente positivo foi contrário ao encontrado por Guan et al. (2005) em um estudo multi-países, tal diferença pode ser explicada ou pelo nível país na análise ou pela região estudada, sendo que Guan et al. (2005) pesquisaram cinco países asiáticos, e outro ponto de diferença é a metodologia adotada por Guan et al. (2005), uma vez que este usou de um modelo *pooled* para vários anos.

Considerando o efeito da OLP no GR, e resgatando as características desta dimensão segundo Hofstede, infere-se que ao aumentar o valor desta dimensão pode haver uma perda do efeito moral e das normas já consagradas quanto ao GR, visando ganhos futuros em detrimento da ética profissional e da transparência organizacional. Nota-se ainda que altos

valores na dimensão implicam foco no desenvolvimento econômico, foco na modernidade e visão de preparo para o futuro, sendo estas possíveis justificativas para o Gerenciamento de Resultados. No entanto, ainda há de se avaliar o contexto e avaliar se há um ganho real ou não e se há consciência deste efeito na mente dos gestores.

Ainda, Aversão ao Risco obteve significância a 10% com coeficiente positivo, indicando que quanto mais avesso ao risco, maior o gerenciamento de resultados. O achado diverge do encontrado por Guan et al. (2005), indicando certa contrariedade quanto aos resultados. Por fim, individualidade não foi significativa, mesmo que vários estudos tenham mostrado sua relevância. Possivelmente devido a pouca variabilidade (apenas cinco regiões) não houve uma quantidade de dados suficientes para capturar seus efeitos de forma efetiva.

O tamanho (Tam) se mostrou positivamente significativa a 1%, implicando que maiores empresas possuem maior nível de GR, tal achado corrobora com Consoni et al. (2017) e Barros et al. (2013) ao passo que contraria os achados de Han et al. (2010), Reis et al. (2015), tendo ainda divergências com outros estudos. Por fim, os anos de 2014 até 2017 se mostraram negativamente significantes a 1%, indicando que com o passar do tempo, as organizações adotam medidas que diminuem seu nível de gerenciamento de resultados ou que algum efeito durante esses anos tenha acarretado numa diminuição no GR (como escândalos de corrupção nesse período). Em parte, pode-se destacar a maior conscientização tanto dos gestores quanto da cobrança dos *stakeholders* referente à transparência das contas e ações da organização. Ainda o amadurecimento na adoção do IFRS vai de acordo com o apresentado por Rathke et al. (2016), que pontuam como a utilização e tradição dessas práticas tende a diminuir o GR. No entanto pode-se destacar a ocorrência de escândalos políticos de corrupção envolvendo empresas durante o período estudado, o que possivelmente diminuiria o nível de GR devido a necessidade de se manter afastado destes eventos, tomando uma postura de melhor imagem quanto aos investidores.

Por fim, alguns setores se mostraram influentes quanto ao GR das organizações, tendo destaque o setor de Comércio, Máquinas Industriais e de Veículos, que apresentou maiores níveis no gerenciamento de resultados a um nível de significância de 5%. Os setores de Construção, Energia Elétrica e Têxtil foram significantes a 10% e assim como os outros previamente mencionados também apresentaram um maior GR.

Tabela 17

Resultado da Regressão (Efeitos Aleatórios)

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[Intervalo	95% conf.]
Aversão ao Risco	0.00610	0.00370	1.65	0.100	-0.00116	0.01336
Individualidade	0.00386	0.00363	1.06	0.288	-0.00326	0.01098
OLP	0.00785	0.00366	2.14	0.032	0.00067	0.01503
ROA	-0.00051	0.00391	-0.13	0.897	-0.00816	0.00715
Tamanho	0.01254	0.00297	4.23	0.000	0.00673	0.01836
Endividamento	0.00011	0.00021	0.53	0.595	-0.00030	0.00052
com	0.00000	0.00019	-0.01	0.992	-0.00038	0.00037
Res	0.00760	0.00542	1.40	0.161	-0.00302	0.01822
MTB	-0.00005	0.00009	-0.51	0.608	-0.00022	0.00013
Setores (1=Agro.e Pesca)						
Alimentos e Bebidas	0.09165	0.06447	1.42	0.155	-0.03472	0.21801
Comércio	0.13539	0.06299	2.15	0.032	0.01194	0.25884
Construção	0.10475	0.06246	1.68	0.094	-0.01768	0.22717
Eletroeletrônicos	0.10683	0.06886	1.55	0.121	-0.02814	0.24180
Energia Elétrica	0.10489	0.06133	1.71	0.087	-0.01531	0.22509
Minerais não Metálicos	0.12099	0.07641	1.58	0.113	-0.02876	0.27074
Mineração	0.12473	0.07676	1.62	0.104	-0.02571	0.27517
Máquinas Indust.	0.14555	0.07223	2.02	0.044	0.00398	0.28712
Outros	0.11497	0.06064	1.90	0.058	-0.00388	0.23381
Papel e Celulose	-0.00311	0.06915	-0.04	0.964	-0.13864	0.13242
Petróleo e Gás	0.10480	0.06826	1.54	0.125	-0.02898	0.23858
Química	-0.00544	0.06671	-0.08	0.935	-0.13620	0.12531
Siderur.& Metalur.	0.08936	0.06248	1.43	0.153	-0.03309	0.21181
Software e Dados	0.12383	0.08387	1.48	0.140	-0.04056	0.28821
Telecomunicações	0.10990	0.07343	1.50	0.134	-0.03402	0.25382
Têxtil	0.10768	0.06247	1.72	0.085	-0.01475	0.23012
Transporte Serviços	0.07064	0.06529	1.08	0.279	-0.05733	0.19862
Veículos e peças	0.13272	0.06283	2.11	0.035	0.00957	0.25587
Ano						
2015	-0.03045	0.00504	-6.05	0.000	-0.04032	-0.02058
2016	-0.04258	0.00507	-8.40	0.000	-0.05251	-0.03265
2017	-0.06136	0.00504	-12.17	0.000	-0.07124	-0.05147
_cons	0.32239	0.07539	4.28	0.000	0.17462	0.47016
sigma_u	0.0776				R-sq:	
sigma_e	0.0527				within	= 0.2139
Rho	0.6845				between	= 0.2000
					overall	= 0.1822

Nota. Utilizado resíduos robustos de White - Siglas: GR=Gerenciamento de Resultados; OLP=Orientação em Longo Prazo; ROA=Rentabilidade; Con=Concentração Acionária; Res=Resultados Negativos; MTB=Market-to-Book. Negrito para destaque de P>z inferior a 10%.

Assim, voltando à hipótese deste estudo “As diferenças culturais existentes entre as regiões brasileiras ajudam a explicar as variações no nível de Gerenciamento de Resultados

das firmas brasileiras listadas na B3” pode-se dizer que foi parcialmente confirmada, uma vez que as variáveis Orientação em Longo Prazo e Aversão ao Risco foram significantes (5% e 10% respectivamente) quanto à mudança do nível de GR.

3.4.3 Análise de robustez

Visando testar os resultados, adotou-se o modelo KS proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995) para a *proxy* de gerenciamento de resultados, tal escolha visa testar a cultura frente a dois modelos, sendo o modelo KS amplamente utilizado em estudos sobre GR (Martinez, 2008; Barros et al., 2013; Erfurth & Bezerra, 2013). A Equação 2.1 apresenta o modelo KS para mensuração dos *accruals* discricionários:

$$AT_{it} = \varphi_0 + \varphi_1[\delta_1 \text{RecL}_{it}] + \varphi_2[\delta_2 \text{DespOP}_{it}] + \varphi_3[\delta_3 \text{Perm}_{it}] + \varepsilon_{it} \text{ (Eq. 2.1)}$$

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

$$\delta_1 = \text{CR}_{i,t-1} / \text{RecL}_{i,t-1}$$

$$\delta_2 = (\text{CGL} - \text{CR}_{it}) / \text{DespOP}_{i,t-1}$$

$$\delta_3 = \text{DepreAmor}_{i,t-1} / \text{Perm}_{i,t-1}$$

Onde:

AT_{it} = *accruals* totais da empresa i no ano t ; RecL_{it} = Receita Líquida da empresa i no ano t (exclui-se tributação); DespOP_{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; Perm_{it} = Ativo permanente (Imobilizado + Diferido + Investimentos) da empresa i no ano t ; CR_{it} = Contas a Receber da empresa i no período t ; DepreAmor_{it} = Despesas de depreciação da empresa i no período t ; As variáveis da equação 2.1 (RecL_{it} , DespOP_{it} e Perm_{it}) foram escaladas em termos de ativos totais..

Os *accruals* discricionários correspondem ao termo de erro da regressão (ε_{it}) da Equação 2.1, que são dados pela diferença entre os *accruals* totais obtidos (AT_{it}) e os *accruals* totais estimados (equação 2.1), conforme demonstra a Equação 2.2:

$$AD_{it} = AT_{it} - \{\varphi_0 + \varphi_1[\delta_1 \text{RecL}_{it}] + \varphi_2[\delta_2 \text{DespOP}_{it}] + \varphi_3[\delta_3 \text{Perm}_{it}]\} = \varepsilon_{it} \text{ (Eq. 2.2)}$$

Onde:

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

O valor dos *accruals* discricionários obtidos e sua análise tende a variar de acordo com o autor e o tipo de análise que este busca, assim, alguns estudos adotam o valor absoluto da variável de modo a avaliar a amplitude geral do gerenciamento de resultados (Martinez, 2010; Bao & Lewellyn, 2017; Joia & Nakao, 2014). Outros autores (Cunha & Piccoli, 2017; Martinez, 2008; Park & Shin, 2004) analisam a direção para a qual os resultados são gerenciados, avaliando o sinal obtido pela variável AD , assim, distinguem-se os *accruals*

discricionários (AD) em AD Absolutos, AD Positivos (*income increasing*) e AD Negativos (*income decreasing*) (Silva, 2017).

Na Tabela 18, as regressões deste estudo foram realizadas substituindo a variável dependente GR obtida segundo o modelo de Leuz et al. (2003) pela variável GR apurada de acordo com o modelo KS. As demais variáveis foram mantidas como explicado anteriormente e todos os testes pertinentes ao modelo de regressão foram refeitos e por fim constatou-se novamente regressão com efeitos aleatórios.

Analizando a Tabela 18 e iniciando a análise no modelo com *accruals* discricionários absolutos (AD Absolutos), não houve influência da cultura nos AD (*proxy* de GR) em nenhuma das três dimensões estudadas, o que contrária o encontrado nos resultados anteriores. Quanto as variáveis de controle, o ROA dessa vez foi significativo a 5%, indicando que quanto maior seu valor, menor o GR feito pelas empresas, já o Tamanho se manteve significativo a 1% e com o mesmo sentido do modelo anterior, ou seja, quanto maior a organização, maior seu nível de GR. Por fim, nenhum setor se mostrou relevante ao passo que os Anos (2014 até 2017) continuaram significativos, porém com sentido oposto (positivo) em relação ao modelo que adota a outra métrica de GR.

Avaliando o modelo que tem como variável dependente os *accruals* discricionários positivos (AD Positivos), nota-se que o Tamanho permaneceu idêntico a avaliação anterior, porém seu nível de significância caiu para 5%. Ainda, os resultados negativos tiveram relevância a 5%, indicando que ao obter um resultado negativo no ano anterior, a organização tende a gerenciar seus resultados positivamente, talvez para esconder um resultado ruim do período passado. Tais *accruals* ainda tiveram significância a 10% em alguns poucos setores e nos Anos de 2015 e 2017, não houve relevância para as variáveis teste.

Por fim, para o modelo que tem como variável dependente os *accruals* discricionários negativos (AD Negativos), houve significância de 5% para a dimensão cultural de Aversão ao Risco e caminhando no mesmo sentido encontrado no modelo original desse estudo (positivo). Nota-se, porém que ao se trabalhar com AD Negativos, a amplitude do gerenciamento de resultados diminui quando o coeficiente encontrado na regressão é positivo, visto que a variável dependente neste caso possui apenas valores negativos, logo somar significa diminuir o valor do GR.

Tabela 18

Resultado do teste de Robustez via modelo KS

Variável	AD Absolutos	AD Positivos	AD Negativos^a
Aversão ao Risco	-0.09643	-0.10813	0.11657**
Individualismo	0.01073	0.01943	0.04620
Orient. Longo Prazo	-0.03739	-0.12482	-0.06294
ROA	-0.27581**	-0.39427	-2.36254**
Tamanho	0.73851***	0.79655**	-0.60645**
Endividamento	0.00069	0.01925	0.00175
Concentração Acionária	-0.00757	-0.01486	0.00539
Resultados Negativos (t-1)	0.33132	0.83117**	-0.82178
<i>Market-to-Book</i>	0.00027	-0.00456	0.00405
Setores (1=Agro. E Pesca)	-0.10885	-3.90490*	-1.44673**
Alimentos e Bebidas	-0.48242	-2.96883*	-1.30582***
Comércio	-0.17332	-1.44791	-1.93179
Construção	0.69780	0.65796	-0.91807**
Eletroeletrônicos	-0.05357	-0.23411	-0.48158
Energia Elétrica	-0.02811	(omitted)	-1.45564*
Minerais não Metálicos	6.71769	-1.21108	-22.52085***
Mineração	-0.72810	-1.38671	-0.38080
Máquinas Indust.	0.29135	-1.26516	-2.44183*
Outros	-0.92895	-1.95228*	-1.04355**
Papel e Celulose	3.06909	2.78148	-4.96577*
Petróleo e Gás	0.56903	-0.26762	-1.81446***
Química	0.14046	-1.00047	-1.22934**
Siderur. & Metalur.	0.31080	-0.76692	-1.44936*
Software e Dados	0.28158	-2.51760	-3.48845
Telecomunicações	-0.05571	-1.68320	-1.32165*
Têxtil	-1.11537	-2.37998*	-0.45392
Transporte Serviços	-0.18192	-1.17357	-0.93930*
Veículos e peças	-0.09643	-0.10813	0.11657**
Ano			
	2015	1.28372***	1.64761*
	2016	0.96196**	1.04228
	2017	1.08599***	1.16087*
_cons		-10.61931***	-10.67509*
N		887	446
rmse		3.06075	3.83519
			2.29227

Nota. Legenda: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01. Utilizado resíduos robustos de White.

^aAD Negativos causam uma inversão no sentido da análise do sinal dos coeficientes, uma vez que a amplitude do gerenciamento de resultados possui sinal negativo, assim sendo, somar significa diminuir essa amplitude ao passo que diminuir a aumenta.

Assim pode-se dizer que quanto maior a aversão ao risco no ambiente cultural próximo da sede organizacional, menor o nível de gerenciamento de resultados no sentido de diminuir seus resultados obtidos. Tal perspectiva traz indícios de certo receio por parte dos

gestores de diminuir demais os resultados apresentados e consequentemente diminuir a satisfação dos investidores quanto à empresa. Além disso, levanta-se a possibilidade do motivo da ocorrência dos AD Negativos neste cenário cultural, sendo talvez explicado por minimizar a expectativa do mercado e permitir maior constância nos resultados apresentados, uma vez que a empresa “gera uma reserva” para o caso de anos seguintes apresentarem resultados ruins e assim garantir maior estabilidade em seus relatórios operacionais, o que entra em consonância com o significado da dimensão de Aversão ao Risco. Ainda o ROA teve o comportamento contrário ao encontrado nos AD Absoluto e o Tamanho foi significativo a 5%, mantendo o encontrado previamente nos últimos modelos. Os setores em sua maioria apresentaram resultados significantes, o que pode ser ponto de investigação em trabalhos futuros para entender tal resultado. Finalmente, os anos (2014-2017) obtiveram significância de 10% e sinais negativos, indicando que houve um aumento do gerenciamento de resultados ao se tratar dos AD Negativos. Tal ocorrência pode ser devido à ocorrência da crise política e econômica vivida pelo Brasil no período, fazendo com que as empresas que já gerenciavam seus resultados no sentido negativo, quisessem aumentar esse efeito nos resultados atuais.

Pelo teste de Robustez notou-se a interferência da cultura no gerenciamento de resultados, apesar de que ambos os modelos tiveram resultados parcialmente diferentes, vale lembrar-se das limitações encontradas na análise e as dificuldades em se medir os valores culturais dentro do Brasil. Dessa forma, acredita-se ter alcançado o objetivo proposto por este estudo.

3.4.4 Síntese e comparação dos resultados encontrados

Após a execução e análise de ambos os testes realizados construiu-se a Tabela 19 para sintetizar e comparar o que fora encontrado. A tabela apresenta as variáveis teste do estudo bem como as principais variáveis de controle, demonstrando se houve ou não significância quanto aos modelos.

Analisando a Tabela 19, constata-se que a variável Aversão ao Risco obteve certo peso nos testes feitos, indicando a presença ao menos em certo nível da cultura no gerenciamento de resultados. Orientação em Longo Prazo não se mostrou relevante durante o teste de robustez, mas teve um ótimo resultado no modelo base, indicando que deve sim ter alguma influência, mesmo que não completamente sobre o GR (lembrar-se da ampla definição da dimensão).

Tabela 19

Síntese e Comparação das Principais Variáveis com o GR

Variável	Modelo base	Modelos do Teste de Robustez		
		AD Absolutos	AD Positivos	AD Negativos ^a
Aversão ao Risco	Sig. a 10% (+)	Não Sig.	Não Sig.	Sig. a 5% (-)
Individualismo	Não Sig.	Não Sig.	Não Sig.	Não Sig.
Orient. Longo Prazo	Sig. a 5% (+)	Não Sig.	Não Sig.	Não Sig.
ROA	Não	Sig. a 5% (-)	Não Sig.	Sig. a 5% (+)
Tamanho	Sig. a 1% (+)	Sig. a 1% (+)	Sig. a 5% (+)	Sig. a 5% (+)
Resultados Negativos	Não Sig.	Não Sig.	Sig. a 5% (+)	Não Sig.

Nota. Entre parênteses o sinal dos coeficientes encontrados. "Sig":significância para com a variável dependente (GR).

^aAD Negativos causam uma inversão no sentido da análise do sinal dos coeficientes. Assim para facilitar a comparação nesta tabela, optou-se por já apresentar os sinais invertidos.

Por fim, para as variáveis de controle, Tamanho se mostrou impactante em todos os modelos testados, tendo seu sinal sempre positivo e confirmando sua forte presença e relação no aumento do GR à medida que a organização aumenta de tamanho. A variável ROA apresentou significância apenas nos modelos KS, com exceção dos AD Positivos, sugerindo um efeito do ROA no GR apenas em casos em que as firmas gerenciam lucros para diminuí-los. A variável Resultados Negativos teve impacto nos AD Positivos somente, levantando uma questão para análise.

Assim sendo, ao se comparar os resultados obtidos em ambos os modelos, encontra-se suporte para a hipótese deste estudo: "As diferenças culturais existentes entre as regiões brasileiras ajudam a explicar as variações no nível de Gerenciamento de Resultados das firmas brasileiras listadas na B3".

3.5 Considerações Finais

Este trabalho teve como finalidade explorar se as diferenças culturais a nível regional do Brasil influenciam na governança corporativa das firmas, em específico no gerenciamento de resultados, apresentando a hipótese: "As diferenças culturais existentes entre as regiões brasileiras ajudam a explicar as variações no nível de Gerenciamento de Resultados das firmas brasileiras listadas na B3" a qual encontrou algum suporte nos resultados, uma vez que se constatou que das três dimensões culturais escolhidas, Orientação em Longo Prazo se mostrou significativa a 5% para o GR no modelo de Leuz et al. (2003), tendo um sinal positivo para com a variável dependente, ou seja, quanto maior a Orientação em Longo Prazo da região sede da empresa, maior será o gerenciamento de resultados da organização dentro do território brasileiro, tal efeito foi visto também na variável Aversão ao Risco, no entanto, tendo 10% de significância ao se utilizar o modelo de GR de Leuz et al. (2003) e a 5% ao se

considerar o modelo KS com *accruals* discricionários negativos. Tais resultados demonstram o impacto da cultura no GR e ao menos parcialmente a descrição feita por Hofstede dessas dimensões apresentam ser satisfatórias dentro do território nacional, podendo futuramente refinar o modelo acrescentando peculiaridades do país, a fim de criar uma versão própria e mais sensível de modelo para o território brasileiro.

Das variáveis de controle, apenas tamanho se mostrou significativo em todos os modelos, apresentando um efeito positivo para o GR. Nota-se ainda que ROA e Resultados Negativos foram relevantes em dois e um modelos respectivamente. Ainda se destacam os setores de Comércio, Construção, Energia Elétrica, Máquinas Industriais, Têxtil e de Veículos como tendo influência no nível de GR das empresas e uma ampla gama de setores tendo impacto ao se considerar AD Negativos. O período estudado envolveu os anos de 2014 até 2017 e o método adotado foi regressão com dados em painel.

Percebeu-se no estudo uma grande concentração de empresas de capital aberto na região Sudeste, o que dificultou uma análise ampliada sobre o tema justamente por diminuir a variabilidade de organizações e consequentemente o número de observações em outras regiões se não o Sudeste.

Este estudo se mostrou inovador ao considerar as diferenças culturais das regiões brasileiras e tentar, de maneira quantitativa via regressões em painel, avaliar o impacto cultural destas no gerenciamento de resultados das organizações. Nota-se a carência de trabalhos que consideram a diferenciação dentro do país na área de finanças, possivelmente devido a dificuldade de obtenção de informações das empresas que não sejam de capital aberto, que ainda é insuficiente devido ao pouco desenvolvimento existente no mercado de capitais brasileiro.

Espera-se contribuir com a literatura ao propiciar evidências de como a grande diversidade regional brasileira impacta nas escolhas e diferenças entre organizações, quebrando um pouco a visão de que há apenas uma cultura nacional e permitindo ainda dar pistas de como avaliar a cultura local e como seu impacto pode levar ao esclarecimento do funcionamento e de escolhas gerenciais entre as várias empresas do país.

No entanto, ainda não há modelos culturais quantitativos adotados para dentro do país, o que se mostrou uma limitação, por não ser possível captar todos os aspectos culturais e sensibilidades inerentes aos muitos “brasis” existentes dentro do Brasil, sendo que assim como mencionado por Hofstede et al. (2010) seria interessante haver um modelo próprio e adaptado para as necessidades brasileiras, para assim haver então uma evolução quanto a análise

quantitativa do impacto cultural na sociedade, em específico para as organizações e as áreas de finanças.

Como limitação apresenta-se a dificuldade em se quantificar os valores culturais e encontrar trabalhos que foquem nesse ponto. Ainda, a alta concentração de empresas existentes no Sudeste e a falta delas no Norte e Centro do país limitam em muito a comparação entre as regiões, não sendo possível oferecer uma comparação mais precisa e apurada sobre o tema.

Para trabalhos futuros espera-se o amadurecimento da avaliação cultural quantitativa dentro do Brasil, adaptando-se e criando modelos que possam ser utilizados como base para análises comparativas e descritivas sobre o tema. Sugere-se o aprofundamento do impacto cultural no âmbito organizacional, considerando ainda quais são as características culturais das pessoas que tomam e influenciam as decisões da empresa e como tais traços culturais implicam no processo gerencial.

Capítulo 4: Conclusão

Nos últimos anos, alguns estudos (Griffin et al., 2014, 2017; Volanté, 2015) começaram a buscar novos determinantes que pudessem explicar as variações de governança corporativa entre os países, trabalhando com as diferenças culturais entre eles. Griffin et al. (2017) constataram que a GC pode influenciar a escolha (*trade-off*) entre dar mais autonomia ao CEO (expertise gerencial) ou restringir mais as suas ações (certeza de controle) e que esse mecanismo varia entre os países.

Hofstede (1980) e Schwartz (2008) contribuíram com a literatura ao caracterizar as dimensões culturais dos países, tornando-se referência para os estudos posteriores sobre essa temática. Hofstede (2017) define a cultura como “a programação coletiva da mente que distingue os membros de um grupo ou categoria de pessoas de outros”.

O presente estudo se inspirou principalmente em estudos sobre Cultura e buscou relacioná-la com um dos mecanismos de GC mais destacados na literatura – o gerenciamento de resultados (*earnings management*), usado como *proxy* para transparência das informações publicadas. Segundo Correia et al. (2017), a qualidade da governança de uma firma está diretamente associada à qualidade das suas informações prestadas. Quando o mecanismo da Transparência é valorizado e respeitado na empresa, tem-se um suporte maior para a tomada de decisão de investimento, sendo inversamente relacionado aos seus conflitos de agência.

Dado este panorama teórico, perceberam-se duas possibilidades de pesquisas que serviram de direção para este estudo: (1) a análise multi-países dos determinantes culturais da transparência/gerenciamento de resultados; e (2) a análise regional dos determinantes culturais do gerenciamento de resultados dentro do território brasileiro. Assim, esta dissertação foi dividida em dois estudos: - Estudo 1: Buscou verificar se a cultura geral dos países ajuda a explicar as variações nos níveis de gerenciamento de resultados dos mesmos; - Estudo 2: Buscou investigar se a cultura regional do Brasil ajuda a explicar o nível de gerenciamento de resultados de suas firmas. No que se refere à metodologia dos estudos, o Estudo 1 se utilizou de análise fatorial e regressão múltipla cross-section; e o Estudo 2 adotou regressão em painel.

Iniciando a investigação, o Estudo 1 (coberto no Capítulo 2) adotou duas abordagens para medir a cultura dos países: o modelo de Hofstede e o modelo de Schwartz. No caso do modelo de Hofstede, foi utilizada a análise fatorial devido ao fato de que as medidas de cultura do autor são altamente correlacionadas e não seria possível analisar todas as

dimensões isoladas. No caso do segundo modelo (Schwartz), a análise fatorial não foi adotada, dado que há menos dimensões culturais e estas ainda possuem oposições entre elas, não sendo necessário tal tipo de análise. Para medir o GR, adotou-se a *proxy* de Leuz et al. (2003) que trata de suavização dos dados contábeis e de caixa, também utilizada por Correia et al. (2017) e Peixoto et al. (2014). Como principais resultados, constatou-se que, dentre as diversas dimensões culturais analisadas, nos países onde há uma sociedade mais individualista (representada pelas dimensões Autonomia Afetiva e Autonomia Intelectual) tende-se a exigir um maior nível de transparência. O estudo ainda apontou forte relevância para os fatores construídos a partir das dimensões de Hofstede. Dessa forma, a hipótese da pesquisa pôde ser confirmada, encontrando-se indícios do efeito cultural sobre a diferenciação do gerenciamento de resultados entre os países. Infere-se, portanto, que variações nos valores de determinadas dimensões culturais provocam uma alteração no valor encontrado para a média da transparência das empresas do país.

A seguir, o Estudo 2 (Capítulo 3) selecionou no trabalho de Hofstede (2001) três dimensões culturais com maior apelo em termos de governança corporativa – Aversão a Incerteza, Individualismo e Orientação a Longo Prazo. No que tange às proxies de GR, adotou duas métricas: o modelo de Leuz et al. (2003) e o modelo KS (1995). Diferente do Estudo 1 que envolveu uma análise multi-países, o Estudo 2 buscou verificar se a cultura regional do Brasil pode ajudar a explicar as variações nos níveis de gerenciamento de resultados das firmas abertas brasileiras. O método adotado foi regressão com dados em painel. No que tange aos resultados, constatou-se que em regiões brasileiras onde a sociedade é mais avessa ao risco, ocorre maior gerenciamento de resultados (modelo Leuz et al, 2003). Ainda, com relação aos *accruals* discricionários (Modelo KS), detectou-se que ao gerenciar os resultados a fim de diminuí-los (exibir resultados piores do que de fato se obteve), ser mais avesso ao risco amplia o GR das empresas, implicando que quanto mais avessa ao risco é a sociedade, mais se tende a mostrar resultados piores do que de fato se obteve. Ao mesmo, tempo, verificou-se que em regiões do Brasil, onde a sociedade é mais focada no planejamento de longo prazo, ocorre um maior gerenciamento dos lucros reportados (modelo Leuz et al., 2003).

Em suma, pode-se dizer que a cultura influencia o gerenciamento de resultados das firmas, tanto na análise multi-países como quando se considera a cultura regional ao redor das firmas brasileiras, podendo-se dizer que as hipóteses centrais dos Estudos 1 e 2 foram ao menos parcialmente comprovadas.

Mediante tais fatos, considera-se que este trabalho alcançou seu objetivo principal ao mostrar a influência da cultura sobre a governança corporativa, em especial o gerenciamento de resultados e que trabalhar tais aspectos sociais pode trazer explicações interessantes sobre a diferenciação e os determinantes da prática do GR.

Como relevância apresentou-se o aspecto cultural como forma de suprir possíveis espaços não explicados dentro de modelos sobre GC, demonstrando o impacto do meio social no GR e assim fomentar uma análise focada não apenas nos determinantes clássicos da literatura, mas na quantificação de aspectos subjetivos como a cultura sobre a GC e ainda demonstrar a importância de focar nas diferenças inerentes dentro de um mesmo país.

No geral, as limitações encontradas nesta investigação foram relacionadas à falta de dados e informações quantificadas de livre acesso relativas à cultura, pois ainda não há uma forte literatura sobre cultura de forma quantitativa a fim de permitir estudos como esse em grande profundidade. Sendo assim uma sugestão para trabalhos futuros é encontrar e melhorar modelos culturais quantitativos, como o de Hofstede, focando no Brasil e sua multiculturalidade, exaltando pontos sensíveis e únicos da cultura brasileira. Também se pode estender tal estudo a empresas de capital fechado, aumentando consideravelmente a amostra e permitindo uma comparação regional mais apurada.

¹ Este conceito de Gerenciamento de Resultados segue a perspectiva contábil-financeira.

² Para o Estudo 1 (Capítulo 2), a transparência indica um baixo nível de gerenciamento de resultados.

Referências

- Adler, N. J., & Gundersen, A. (2007). *International dimensions of organizational behavior*. Cengage Learning.
- Ahmadpour, A., & Shahsavari, M. (2016). Earnings management and the effect of earnings quality in relation to bankruptcy level (Firms listed at the tehran stock exchange). *Iranian Journal of Management Studies*, 9(1), 77-99. doi: 10.22059/ijms.2016.55036
- Almeida-Santos, P. S., Verhagem, J. A., & Bezerra, F. A. (2011). Gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais e a governança corporativa: análise das indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 55-74. doi: 10.11606/rco.v5i13.34804
- Amat, O., & Gowthorpe, C. (2004). *Creative accounting: nature, incidence and ethical issues*. Recuperado de <https://papers.ssrn.com>.
- Bao, S. R., & Lewellyn, K. B. (2017). Ownership structure and earnings management in emerging markets - An institutionalized agency perspective. *International Business Review*, 26(5), 828-838. doi: 10.1016/j.ibusrev.2017.02.002
- Barbalho, A. (2007). Políticas culturais no Brasil: identidade e diversidade sem diferença. *Terceiro Encontro de Estudos Multidisciplinares em Cultura*. Salvador: UFBA.
- Barros, C. M. E., Soares, R. O., & Lima, G. A. S. F. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(19), 27-39. doi: 10.11606/rco.v7i19.55509
- Beugelsdijk, S., Maseland, R., & Van Hoorn, A. (2015). Are Scores on Hofstede's Dimensions of National Culture Stable over Time? A Cohort Analysis. *Global Strategy Journal*, 5(3), 223-240. doi: 10.1002/gsj.1098
- Bhasa, M. (2004), Global corporate governance: debates & challenges, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(2), 5-17. doi: 10.1108/14720700410534930
- Black, B., de Carvalho, A., Khanna, V., Kim, W. & Yurtoglu, B. (2014), Methods for multicountry studies of corporate governance: Evidence from the BRIKT countries, *Journal of Econometrics*, 183(2), 230-240. doi: 10.1016/j.jeconom.2014.05.013
- Bushman, R., Piotroski, J. & Smith, A. (2004), What Determines Corporate Transparency?, *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-252. doi: 10.1111/j.1475-679x.2004.00136.x
- Callen, J. L., Morel, M., & Richardson, G. (2011). Do culture and religion mitigate earnings management? Evidence from a cross-country analysis. *International Journal of Disclosure and Governance*, 8(2), 103-121. doi: 10.1057/jdg.2010.31
- Cardoso, R. L. (2004). Governança Corporativa ou Gerenciamento de Resultados?, *Revista Brasileira de Contabilidade*, (150), 18-37. Recuperado de <http://rbc.cfc.org.br/index.php/rbc/article/view/388>

- Chu, R. A., & Wood Jr, T. (2008). Cultura organizacional brasileira pós-globalização: global ou local?, *Revista de Administração Pública*, 42(5), 969-994. doi: 0.1590/s0034-76122008000500008
- Chui, A.C. W., Kwok, C. Y. & Zhou, G. (2016), National culture & the cost of debt, *Journal of Banking & Finance*, 69, 1-19. doi: 10.1016/j.jbankfin.2016.04.001
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263. doi: 10.1590/1808-057x201703360
- Correia, L. F. (2008). *Um Índice de Governança para Empresas no Brasil*. Tese (Doutorado), UFMG, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.
- Correia, L., Amaral, H. & Louvet, P. (2011), Um índice de avaliação da qualidade da GC no Brasil, *Revista de Contabilidade e Finanças*. 22(55), 45-63. doi: 10.1590/s1519-70772011000100004
- Correia, L., Amaral, H. & Louvet, P. (2017). Governança Corporativa e Earnings Management em Empresas Negociadas na BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 1-29.
- Cunha, P. R., & Piccoli, M. R. (2017). Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 179-196. doi: 10.1590/1808-057x201701980
- Daniel, S. J., Cieslewicz, J. K., & Pourjalali, H. (2012). The impact of national economic culture and country-level institutional environment on corporate governance practices. *Management International Review*, 52(3), 365-394. doi: 10.1007/s11575-011-0108-x
- Desender, K. A., Castro, C. E., & De León, S. A. E. (2011). Earnings Management and Cultural Values. *American Journal of Economics and Sociology*, 70(3), 639–670. doi:10.1111/j.1536-7150.2011.00786.x
- Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A. & Yang, Y. (2014), Corporate social responsibility disclosure & the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation & financial transparency, *Journal of Accounting & Public Policy*, 33(4), 328-355. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006
- Doidge, C., Andrewkarolyi, G. & Stulz, R. (2007), Why do countries matter so much for corporate governance?, *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.09.002
- Doidge, C., Karolyi, G., Lins, K., Miller, D. & Stulz, R. (2005). Private Benefits of Control, Ownership, & the Cross-Listing Decision. *SSRN Electronic Journal*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=668424>. doi: 10.2139/ssrn.668424
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1). doi: 10.4013/base.2013.101.03

- Fan, J., Titman, S. & Twite, G. (2011), An International Comparison of Capital Structure & Debt Maturity Choices, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 47(01), 23-56. doi: 10.1017/s0022109011000597
- Fávero, L. (2009). *Análise de dados*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fernandes, N. & Ferreira, M. (2007), The Evolution of Earnings Management & Firm Valuation: A Cross-Country Analysis, *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.965636.
- Ferreira, M. Serra, F. & Pinto, C. (2014). Culture and Hofstede (1980) in international business studies: a bibliometric study in top management journals. *REGE-Revista de Gestão*, 21(3), 379-399. doi: 10.5700/rege536
- García-Sánchez, I., Rodríguez-Ariza, L. & Frías-Aceituno, J. (2013), The cultural system & integrated reporting, *International Business Review*, 22(5), 828-838. doi: 10.1016/j.ibusrev.2013.01.007
- Griffin, D., Guedhami, O., Kwok, C., Li, K. & Shao, L. (2014), National Culture, Corporate Governance Practices, & Firm Performance, *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.2400078.
- Griffin, D., Guedhami, O., Kwok, C., Li, K. & Shao, L. (2017), National culture: The missing country-level determinant of corporate governance, *Journal of International Business Studies*, 48(6), 740-762. doi: 10.1057/s41267-017-0069-9
- Guan, L., Pourjalali, H., Sengupta, P., & Teruya, J. (2005). Effect of cultural environment on earnings manipulation: A five Asia-Pacific country analysis. *Multinational Business Review*, 13(2), 23-41. doi: 10.1108/1525383x200500007
- Hair JR., J.F.; William, B.; Babin, B.; Anderson, R.E. *Análise multivariada de dados*. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009
- Han, S., Kang, T., Salter, S., & Yoo, Y. K. (2010). A cross-country study on the effects of national culture on earnings management. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 123-141. doi: 10.1057/jibs.2008.78
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383. doi: 10.2308/acch.1999.13.4.365
- Hilal, A. (2003), *Dimensões e clusters de cultura organizacional*, Mauad, Rio de Janeiro, RJ.
- Hillier, D., Pindado, J., Queiroz, V. & Torre, C. (2010), The impact of country-level corporate governance on research & development, *Journal of International Business Studies*, 42(1), 76-98. doi: 10.1057/jibs.2010.46
- Hofstede, G. (1980), *Culture's consequences: International differences in work-related values*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA.

- Hofstede, G. (1984). *Culture's consequences: International differences in work-related values (abridged edition)*. London: Sage.
- Hofstede, G. (2001), *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions, & organizations across nations*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA, 2th ed.
- Hofstede, G., Hilal, A. V. G., Malvezzi, S., Tanure, B., & Vinken, H. (2010). Comparing regional cultures within a country: Lessons from Brazil. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 41(3), 336-352. doi: 10.1177/0022022109359696
- IBGC, Instituto Brasileiro de GC (2015), *Código das melhores práticas de Governança Corporativa*. 5th ed. Instituto Brasileiro de GC, São Paulo, SP.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs & ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Joia, R. M., & Nakao, S. H. (2014). Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 8(1). doi: 10.17524/repec.v8i1.1014
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of accounting Research*, 353-367. doi: 10.2307/2491492
- Klapper, L. & Love, I. (2004), Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. doi: 10.1016/s0929-1199(03)00046-4
- Kolozsvári, A. & Macedo, M. (2016), Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro, *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 306-319. doi: 10.1590/1808-057x201602610
- Kraemer, M. E. P. (2005). Contabilidade criativa: maquiando as demonstrações contábeis. *Pensar Contábil*, 7(28).
- Kumar, P. & Zattoni, A. (2013), How Much Do Country-Level or Firm-Level Variables Matter in Corporate Governance Studies?, *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 199-200. doi: 10.1111/corg.12025
- Kwok, C. & Tadesse, S. (2006), National culture & financial systems, *Journal of International Business Studies*, 37(2), 227-247. doi: 10.1057/palgrave.jibs.8400188
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. & Vishny, R. (1998), Law & finance, *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. doi: 10.1086/250042
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection & corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27. doi: 10.1016/S0304-405X(00)00065-9

- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003), Earnings management & investor protection: an international comparison, *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527. doi: 10.1016/S0304-405X(03)00121-1
- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. (2000), Financial intermediation & growth: Causality & causes, *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77. doi: 10.1016/S0304-3932(00)00017-9
- Licht, A., Goldschmidt, C. & Schwartz, S. (2005), Culture, Law, & Corporate Governance, *International Review of Law & Economics*, 25(2), 229-255. doi: 10.1016/j.irle.2005.06.005
- Lima, B. & Sanvicente, A. (2013), Quality of Corporate Governance & Cost of Equity in Brazil, *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(1), 72-80. doi: 10.1111/j.1745-6622.2013.12008.x
- Lopes, A. & Walker, M. (2008). Firm-Level Incentives & the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil. *SSRN Electronic Journal*. [online] Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1095781>. doi: 10.2139/ssrn.1095781
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17. doi: 10.1590/s1519-70772008000100002
- Martinez, A. L. (2010). Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. *RIC-Revista de Informação Contábil*, 4(1), 76-93.
- Martinez, A. L. (2011). Do corporate governance special listing segments and auditing curb real and accrual-based earnings management? Evidence from Brazil. *Revista Universo Contábil*, 7(4), 98-117. doi: 10.4270/ruc.2011433
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4). doi: 10.15728/bbr.2013.10.4.1
- Martinez, A. L., & Moraes, A. D. J. (2017). Relationship Between Auditors' fees and Earnings Management. *Revista de Administração de Empresas*, 57(2), 148-157. doi: 10.1590/s0034-759020170204
- Matsumoto, A. S., & Parreira, E. M. (2009). Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: causas e conseqüências. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 10(1).
- Mendonça, F. F. P. & Terra, P. R. S. (2017). Estrutura de capital e mecanismos externos de governança: uma análise multipaís. In: XVII Encontro Brasileiro de Finanças (XVII EBFIn), Brasília.
- Muzzio, H. (2010). Cultura organizacional na perspectiva cultural regional brasileira. *RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(37), 447-463. doi: 10.7819/rbgn.v12i37.668

- Muzzio, H., & Castro, D. D. (2008). Quantos somos nós? Uma reflexão sobre os brasis culturais. *Encontro e Estudos Organizacionais da ANPAD*, Belo Horizonte.
- OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017. Recuperado de <http://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.htm>.
- Park, Y. W., & Shin, H. H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of corporate Finance*, 10(3), 431-457. doi: 10.1016/s0929-1199(03)00025-7
- Peixoto, F. M. (2012). Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise. Tese (Doutorado), UFMG, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil. Recuperado de <http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/handle/1843/BUBD-92MJUW>
- Peixoto, F. M., Amaral, H. F., & Correia, L. F. (2014). Governança Corporativa, Risco e Custo de Capital: uma análise durante crises ocorridas na primeira década do século XXI. *Gestão & Regionalidade*, 30(90). doi: 10.13037/gr.vol30n90.2329
- Ramos, G. M., & Martinez, A. L. (2006). Governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 3(6), 143-164. doi: 10.5007/%25x
- Rathke, A. A. T., Santana, V. D. F., Lourenço, I. M. E. C., & Dalmácio, F. Z. (2016). International financial reporting standards and earnings management in Latin America. *Revista de Administração Contemporânea*, 20(3), 368-388. doi: 10.1590/1982-7849rac2016140035
- Reis, E. M., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247-260. doi: 10.1590/1808-057x201501070
- Santana, A. G., Bezerra, F. A., Teixeira, S. A., & Cunha, P. R. D. (2014). Auditoria independente e a qualidade da informação na divulgação das demonstrações contábeis: estudo comparativo entre empresas brasileiras auditadas pelas Big Four e Não Big Four. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(3), 70-87.
- Schnackenberg, A. & Tomlinson, E. (2016), Organizational Transparency, *Journal of Management*, 42(7), 1784-1810. doi: 10.1177/0149206314525202
- Schwartz, S. (2008). *The 7 Schwartz cultural value orientation scores for 80 countries*. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/304715744_The_7_Schwartz_cultural_value_orientation_scores_for_80_countries.
- Silva, N. D. (2017). *Fatores Determinantes do Gerenciamento de Resultados em Estatais Brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Uberlândia - UFU, Uberlândia, MG, Brasil. doi: 10.14393/ufu.di.2017.97
- Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados em Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 120. doi: 10.4270/ruc.2017321

- Stocking Jr., G. (1963), Matthew Arnold, E. B. Tylor, & the Uses of Invention, *American Anthropologist*, 65(4), 783-799. doi: 10.1525/aa.1963.65.4.02a00010
- Stulz, R. (1999). Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of applied corporate finance*, 12(3), 8-25. doi: 10.1111/j.1745-6622.1995.tb00634.x
- Stulz, R. (2005), The Limits of Financial Globalization, *The Journal of Finance*, 60(4), 1595-1638. doi: 10.3386/w11070
- Tanure, B. (2000). *Gestão À Brasileira: Somos Ou Não Diferentes?: Uma Comparação com América Latina, Estados Unidos, Europa E Ásia*. Editora Atlas SA.
- Teti, E., Dell'Acqua, A., Etro, L. & Resmini, F. (2016), Corporate governance & cost of equity: empirical evidence from Latin American companies, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 16(5), 831-848. doi: 10.1108/cg-02-2016-0028
- Van Essen, M., Engelen, P. & Carney, M. (2012), Does Good Corporate Governance Help in a Crisis? The Impact of Country- & Firm-Level Governance Mechanisms in the European Financial Crisis, *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 201-224. doi: 10.1111/corg.12010
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. doi: 10.4270/ruc.2011104
- Volonté, C. (2014). Culture and Corporate Governance: The Influence of Language and Religion in Switzerland. *Management International Review*, 55(1), 77-118. doi: 10.1007/s11575-014-0216-5
- Xavier Filho, J. L. J., Muzzio, H. C., Paiva Jr, F. G., & De Sousa, J. L. (2015). O aqui e o ali da cultura regional em práticas administrativas: a expansão organizacional de um grupo varejista de autopeças. *Gestão & Regionalidade*, 31(91), 105-121. doi: 10.13037/gr.vol31n91.2775
- Zhang, X., Liang, X., & Sun, H. (2013). Individualism–collectivism, private benefits of control, and earnings management: A cross-culture comparison. *Journal of business ethics*, 114(4), 655-664. doi: 10.1007/s10551-013-1711-5