

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Linha de Pesquisa:

Finanças e Desenvolvimento Econômico

TÍTULO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESTRUTURA DE
PROPRIEDADE E CONTROLE: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Nome: **BRUNO HENRIQUE FIGUEIREDO BALDEZ**

Florianópolis
2015

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Baldez, Bruno Henrique Figueiredo
Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade e Controle : Evidências Empíricas das Empresas Brasileiras de Capital Aberto / Bruno Henrique Figueiredo Baldez ; orientador, Gilberto de Oliveira Moritz - Florianópolis, SC, 2015.
164 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em Administração.

Inclui referências

1. Administração. 2. Gerenciamento de Resultados. 3. Governança Corporativa. 4. Manipulação de Dados Contábeis. 5. Empresas brasileiras de capital aberto. I. Moritz, Gilberto de Oliveira. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

“GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESTRUTURA DE
PROPRIEDADE E CONTROLE: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO”

De: BRUNO HENRIQUE FIGUEIREDO BALDEZ

Dia: 16/06/2015 – às 14:30 horas

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Moritz (Orientador)

Prof. Dr. Maurício Andrade de Lima. (UNISUL)

Prof. Dr. Leonardo Flach (UFSC)

Prof. Dr. Marcus Vinícius Andrade de Lima (UFSC)

DEDICATÓRIA

Dedico esta dissertação aos meus pais, Luis e Marineti, pelo apoio incondicional e constante incentivo.
Aos meus irmãos, Luis e Rodrigo, pela força e amizade.
Ao meu orientador Prof. Gilberto de Oliveira Moritz, pelo apoio, confiança, incentivo e excelente orientação.
À minha namorada Simara Halmenschlager, pelo amparo, compreensão e companheirismo.
Sem o apoio destes, este trabalho não teria sido possível.
A eles, meu muito obrigado.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda minha família, que confiou e me deu força para seguir em frente em todos os momentos.

A minha namorada Simara Halmenschlager, que esteve presente desde o início, me dando apoio.

A Universidade Federal de Santa Catarina e ao Departamento de Administração.

Ao meu orientador, Prof. Gilberto de Oliveira Moritz, pela paciência, dedicação, pelo acompanhamento pontual, competente, pela atenção e disposição, e acima de tudo por ter acreditado e me dado à oportunidade de seguir em frente com meu sonho.

A todos os professores e colegas do curso de pós-graduação em Administração, da UFSC, que estiveram envolvidos de alguma forma neste trabalho, seja diretamente, ou mesmo somente com palavras de incentivo.

A todos que não foram aqui citados, mas que de alguma forma colaboraram para esta conquista.

EPÍGRAFE

“Human beings, viewed as behaving systems, are quite simple. The apparent complexity of our behavior over time is largely a reflection of the complexity of the environment in which we find ourselves.”

Herbert A. Simon

RESUMO

A presente dissertação analisa a relação entre Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade e Controle nas companhias brasileiras de capital aberto, com ações negociadas na BM&Fvespa. O fenômeno do Gerenciamento de Resultados é vista como uma tentativa oportunista do gestor de intervir intencionalmente nos processos contábeis, com a intenção de distorcer o resultado - o lucro econômico - da empresa e, com isso, atingir objetivos em benefício próprio. A Estrutura de Propriedade e Controle, como um importante mecanismo de governança corporativa no controle interno das organizações, é fundamental para destacar o grau de diversificação de risco dos acionistas e também um potencial problema de agência, envolvendo gestão e acionistas, acionistas controladores e acionistas minoritários. Estudos anteriores têm mostrado que a presença de acionistas controladores pode reduzir o oportunismo gerencial, inclusive na contabilidade empresarial. Assim, faz-se importante a análise mais completa, e profunda, dos fatores ligados à Estrutura de Propriedade e Controle nas empresas brasileiras, que podem contribuir para o aumento ou redução da manipulação de dados da Contabilidade. Testes empíricos demandaram a realização de regressões com dados em painel, para atender a hipótese de pesquisa de que o aumento no grau de concentração acionária nas grandes empresas reduz os incentivos ao gerenciamento de resultados pelos gestores, resultando na melhoria na qualidade das informações contábeis divulgadas. Os dados utilizados foram obtidos pelo software Econometrica, relativos aos anos de 2007 a 2014. Os resultados indicaram que a concentração de capital teria um efeito de incentivo sobre a discricionariedade gerencial, e que o tipo e a origem do acionista controlador exercem influência sobre a prática de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras analisadas. As implicações práticas deste trabalho são muito importantes, em virtude das conclusões que podem ser extraídas do grau de concentração acionária para os modelos adotados na teoria e prática de Finanças na precificação de ativos. Destaca-se ainda a importância para reguladores, que considerem as particularidades institucionais do país antes de implementar regras contábeis.

Palavras-chave: Teoria da Agência. Governança Corporativa. Estrutura de Propriedade e Controle. Gerenciamento de Resultado.

ABSTRACT

This work examines the relationship between Earnings Management and Structure of Ownership and Control in Brazilian publicly-held companies with shares traded on the BM&FBovespa. The phenomenon earnings management is seen as an opportunistic attempt to intentionally intervene manager in the accounting processes, with the intention to distort the result - economic profit - the company and thereby achieve goals for their own benefit. The Ownership and Control Structure as an important corporate governance mechanism in internal control organizations, is fundamental to highlight the degree of shareholder risk diversification and also a potential agency problem involving management and shareholders, controlling shareholders and minority shareholders. Previous studies have shown that the presence of controlling shareholders may reduce managerial opportunism, including in business accounting. Thus, it is important the most complete analysis, and deep, the factors related to the structure of ownership and control in Brazilian companies, which may contribute to the increase or reduction in Accounting data manipulation. Empirical tests demanded performing regressions with panel data to answer the hypothesis that the increase in research on the degree of ownership concentration in large companies reduces incentives to earnings management by managers, resulting in improvement in the quality of financial information disclosed. The data used were obtained by Economática software, for the years 2007 to 2014. The results indicated that the concentration of capital would have an incentive effect on managerial discretion, and that the type and origin of the controlling shareholder influence on practice of earnings management in Brazilian companies analyzed. The practical implications of this work are very important in view of the conclusions that can be drawn on the degree of ownership concentration to the models adopted in theory and finance practice in asset pricing. It also highlights the importance for regulators to consider the institutional peculiarities of the country before implementing accounting rules.

Keywords: Agency Theory. Corporate Governance. Ownership Structure and Control. Earnings Management.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Princípios da Governança Corporativa.....	47
FIGURA 1 – Incentivos ao Gerenciamento de Resultados.....	70
FIGURA 2 – Estratégias de Gerenciamento de Resultados.....	72
FIGURA 3 – Fontes de Gerenciamento de Resultados.....	73
FIGURA 4 – Pesquisas em Gerenciamento de Resultados.....	79
FIGURA 6 – Distribuição de frequência das empresas com base no nível de <i>accruals</i> discricionários (AD)....	115

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – A formação da amostra	105
TABELA 2 – Composição da amostra.....	106
TABELA 3 – Estatísticas Descritivas das variáveis de pesquisa.....	114
TABELA 4 – Estatísticas Descritivas das variáveis de Estrutura de Propriedade e Controle, 2008 a 2014.	117
TABELA 5 – Participação das empresas por tipo de controle, 2014.....	118
TABELA 6 – Participação das empresas por emissão de ações preferenciais, 2014.....	118
TABELA 7 – Empresas por Tipo de Acionista Controlador.....	119
TABELA 8 – Empresas por Origem do capital.....	119
TABELA 9 – Estimações pelo modelo KS (1995).....	121
TABELA 10 – Resultados com base nas variáveis de Concentração.....	124
TABELA 11 – Resultados com base no tipo de controle.....	125
TABELA 12 – Resultados com base no tipo de acionista controlador	127
TABELA 13 – Resultados com base na origem do capital.....	128
TABELA 14 – Resultados com base no setor econômico.....	129

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Mecanismos de Governança Corporativa.....	50
QUADRO 2 – Atributos desejáveis a informação contábil	64
QUADRO 3 – Resumo dos resultados encontrados sobre o tema.....	88
QUADRO 4 – Apresentação dos instrumentos das variáveis.....	95

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT – Associação Brasileira de Normas Técnicas
CPC – Comissão de Pronunciamentos Contábeis
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPO – *Initial Public Offering*
MBO – *Management Buyout*
NDGC – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
PCAB – Princípios Contábeis Adotados no Brasil
SEC – *Security Exchange Commission*
SOX – *Lei Sarbanes-Oxley*
USGAAP – *United States Generally Accepted Accounting Principles*

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	25
1.1	Problema de Pesquisa	31
1.2	Objetivos	35
1.2.1	<i>Objetivo Geral</i>	35
1.2.2	<i>Objetivos Específicos</i>	35
1.3	Justificativa	36
1.4	Delimitação do Estudo	38
1.5	Estrutura de Trabalho	39
2.	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	41
2.1	Teoria da Agência	41
2.1.1	<i>Governança Corporativa</i>	44
2.2	Teoria da Estrutura de Propriedade	52
2.2.1	<i>Surgimento do Modelo de Propriedade Dispersa</i>	52
2.2.2	<i>Estrutura de Propriedade e Controle</i>	51
2.2.3	<i>Determinantes do grau de concentração do capital</i>	52
2.2.4	<i>Consequências do grau de concentração do capital</i>	55
2.2.5	<i>Estudos em Estrutura de Propriedade</i>	60
2.3	Teoria do Gerenciamento de Resultados	63
2.3.1	<i>Contabilidade e o mercado de capitais</i>	63
2.3.2	<i>Qualidade do Lucro</i>	65
2.3.3	<i>Gerenciamento de Resultados</i>	69
2.3.4	<i>Incentivos ao Gerenciamento de Resultados</i>	71
2.3.5	<i>Estratégias de Gerenciamento de Resultados</i>	73
2.3.6	<i>Fontes de Gerenciamento de Resultados</i>	75
2.3.7	<i>Gerenciamento através de accruals</i>	77
2.3.7.1	<i>Composição do Lucro</i>	77
2.3.7.2	<i>Modelos de estimação do Gerenciamento de Resultados</i>	80
2.3.8	<i>Estudos em Gerenciamento de Resultados</i>	81
2.4	Fundamentação das Hipóteses	85
3.	PROCEDIMENTO METODOLÓGICO	93
3.1	Tipologia de Pesquisa	93
3.2	Modelo de Kang e Sivaramakrishanan (1995)	94
3.2.1.1	<i>Utilização de Variáveis Instrumentais</i>	96
3.3	Variáveis de Estrutura de Propriedade	98
3.4	Hipóteses de pesquisa	99
3.5	Tratamento estatístico de pesquisa	103
3.6	Variáveis de Controle	105

3.6.1	<i>Tamanho</i>	105
3.6.2	<i>Rentabilidade</i>	105
3.6.3	<i>Nível de Endividamento</i>	106
3.7	Formação e Composição da Amostra	106
3.8	Trajectoria metodológica	109
3.9	Métodos estatísticos de pesquisa	110
3.9.1	<i>Regressão Múltipla</i>	110
3.9.2	<i>Dados em painel</i>	110
3.9.3	<i>Análise dos pressupostos da regressão</i>	111
4.	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	115
4.1	Estatísticas descritivas das variáveis	118
4.2	Análise descritiva da Estrutura de Propriedade	120
4.3	Estimação dos <i>Accruals</i> Discricionários	115
4.4	Análise dos Resultados	125
4.5	Comentários Gerais	133
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	137
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	142
	ANEXOS	

1. INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa é um dos temas de mais recente desenvolvimento no campo da alta gestão. É uma área de conhecimento de amplo interesse e que envolve uma série de questões, desde as relacionadas a aspectos legais, como os direitos societários, até financeiros, como a geração de valor, a criação de riqueza e a maximização do retorno dos investimentos. Passam ainda por questões estratégicas, como a definição dos propósitos empresariais e das diretrizes corporativas para os negócios e as operações. E alcançam também os sistemas que regem as relações entre os acionistas, os conselhos de administração e a direção executiva das empresas.

Os debates sobre Governança Corporativa têm origem no surgimento das empresas modernas, em que prevalece a propriedade dispersa. A evolução do mercado financeiro a partir do surgimento do mercado de ações permitiu difundir o capital na forma de novos instrumentos de financiamento, levando a mudanças significativas ao ambiente corporativo, como a separação da propriedade da empresa de sua administração (ASSAF NETO, 2012).

A separação entre propriedade e administração traz algumas vantagens para a sociedade, frente ao novo dinamismo e a complexidade das operações nos dias atuais. Concilia o poder de decisão dos acionistas com a gestão do dia a dia, e permite também que a empresa mantenha profissionais de alta competência orientando suas decisões em busca dos objetivos delineados.

Em ambiente de gestão executiva e controle de capital separados, comum nas grandes empresas, podem ocorrer problemas de convivência entre acionistas e administradores, revelando-se o conhecido conflito de agência. Muitas vezes executivos podem não concordar com as metas estabelecidas, ou ter interesses diversos àquele que levaria a maximização da riqueza dos acionistas, tornando inevitável o conflito entre as partes (JENSEN; MECKLING, 1976).

O risco das decisões de uma empresa não serem sempre favoráveis aos objetivos e interesses dos acionistas reside na separação entre propriedade e controle. Nesse novo modelo de gestão, os investidores disponibilizam capital (recursos), porém não participam mais efetivamente das ações da empresa. Logo, quanto maior a dispersão do controle acionário da companhia, menores se apresentam o poder de decisão e capacidade de controle dos acionistas.

A necessidade dos acionistas em monitorar as decisões da sociedade e preservar os ativos da empresa levou a criação de mecanismos de controle, denominados de Governança Corporativa. Pode-se conceituar Governança Corporativa como um conjunto de procedimentos que governam o relacionamento entre os administradores e os acionistas, visando minimizar os conflitos de agência. Para Silveira (2002), sua importância está relacionada à adoção de mecanismos que possibilitem o investidor a obtenção de retorno sobre seus investimentos.

A perspectiva da Governança Corporativa deriva dos problemas de agência, mais especificamente ao conflito de interesses inerente à separação da propriedade e administração. Segundo Shleifer e Vishny (1997), problemas de agência ocorrem, em essência, porque interesses de acionistas controladores e gestores podem não estar alinhados aos interesses de acionistas minoritários e preferencialistas, em maximizar o valor da empresa.

Segundo os autores, apesar de direitos e obrigações das partes envolvidas serem norteadas contratualmente, podem haver contingências empresariais não possíveis de previsão, o que torna os contratos incompletos por definição. Adicionalmente, as partes envolvidas não estarão igualmente informadas e qualificadas sobre qual melhor decisão tomar. A consequência disto é que o investidor fica exposto à discricionariedade do gestor que seleciona as alternativas para mensuração dos resultados de acordo com o seu julgamento, o que submete o primeiro ao risco de expropriação.

Para Lopes (2012), o objetivo básico da Governança Corporativa é de oferecer maior transparência a todos os *stakeholders*¹ e minimizar a assimetria de informações presente entre as diversas partes interessadas, dentre administradores, acionistas, funcionários, credores. A maior transparência oferecida pelas boas práticas de Governança Corporativa leva também a uma redução do risco e, em consequência, do custo de capital da empresa.

Como efeito da assimetria informacional entre investidores e gestores, o autor defende a contribuição da informação contábil como mecanismo de Governança Corporativa no intuito de reduzir os impactos do conflito de agência. Argumenta que a assimetria pode tomar grandes proporções no mercado de capitais, já que administradores possuem maior conteúdo informativo sobre o

¹ *Stakeholders* é qualquer pessoa ou organização que tenha interesse, ou seja afetado pelo negócio.

desempenho dos negócios do que investidores e estes, por sua vez, tomam decisões através informações geradas por administradores.

As demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas são a principal fonte de informação para parte dos investidores no mercado de capitais. Logo, o reconhecimento da informação contábil como um dos mecanismos de governança relaciona-se a capacidade das demonstrações financeiras em reportar medidas quantitativas e qualitativas de desempenho empresarial, promovendo a tomada de decisão dos investidores.

Segundo Bushman e Smith (2001), a informação contábil é o produto da contabilidade corporativa e de sistemas de reporte externo que medem e divulgam informações ao público sobre dados quantitativos sobre a posição financeira e desempenho de sociedade de capital aberto. Diretamente, sistemas contábeis proporcionam informações para o controle de mecanismos corporativos e indiretamente contribuem ao fornecimento de informações contidas nos preços das ações.

Órgãos Reguladores, profissionais e acadêmicos em contabilidade e finanças argumentam que a utilização da informação contábil por vasta gama de usuários, faz do resultado (representado pelo lucro ou prejuízo) um dos produtos da contabilidade mais utilizados para a formação de uma opinião sobre o desempenho da companhia. Contudo, parte da mensuração do resultado depende de componentes de natureza discricionária e que, portanto necessitam do julgamento de gestores. Lopes (2012) reitera o risco de que os resultados reportados não evidenciem a realidade integral sobre o desempenho da empresa e contenham vieses oportunistas de administradores.

Muitas vezes gestores no processo de elaboração da informação contábil são incentivados a interferir propositalmente para não demonstrar o verdadeiro desempenho da organização, ainda que dentro da amplitude admitida pelos princípios contábeis. Nesta direção, Healy e Wahlen (1999) afirmam que gestores poderiam usar o julgamento em relatórios financeiros e estrutura de transações para alterar o reporte de informações, com o objetivo de induzir ao erro as partes interessadas no negócio ou para influenciar resultados contratuais que dependem de números produzidos pela contabilidade. Desse modo, a Contabilidade pode apresentar dificuldades em atingir os seus objetivos, em especial, a diminuição da assimetria informacional e dos conflitos de agência

Os relatórios contábeis divulgados têm a finalidade de fornecer a seus diversos usuários informações relevantes e úteis sobre as atividades econômicas das empresas. Notadamente, cabe ao administrador ou

gestor executivo o dever de utilizar com competência os princípios contábeis, para elaborar os relatórios de forma confiável e fidedigna a realidade econômico-financeira da organização.

De modo a melhorar os resultados reportados e a comparabilidade entre alternativas de mercado, o conjunto de normas ou princípios contábeis admite certa flexibilidade no processo de escolha dos critérios de mensuração e evidenciação, permitindo os gestores optarem por métodos mais adequados a natureza intrínseca do negócio. Portanto, as escolhas contábeis devem estar associadas à melhoria da qualidade das informações contidas nos demonstrativos financeiros, com a transparência necessária a compreensão das informações pelos usuários.

No entanto, em determinados casos, gestores pressionados a cumprir metas financeiras, muitas vezes atreladas ao lucro, aproveitam a flexibilidade oferecida com o propósito único e exclusivo de garantir que essas metas sejam alcançadas. A possibilidade de exercer discricionariedade nas escolhas contábeis e na preparação dos relatórios, segundo Lopes (2012), permite aos gestores liberdade na mensuração do resultado a ser reportado pela empresa, o que é conhecido como “Gerenciamento de Resultados”.

Gerenciamento de Resultados, Manipulação de Dados Contábeis, Contabilidade Criativa, Gerenciamento de Lucro são expressões que se referem a um mesmo fenômeno, sobre o qual vários autores têm publicado estudos nos meios acadêmicos e profissionais na tentativa de esclarecer o que vem a ser isso. A origem destas expressões vem do termo anglo-saxônico *Earnings Management*, deixando clara a equivalência dos termos para este trabalho.

Para Schipper (1989), o conceito de *Earnings Management* (ou gerenciamento de resultados) remete a intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular, oposto a um processo neutro de reportar os resultados contábeis. Nesta perspectiva, o gerenciamento de resultados pode comprometer a qualidade das informações contábeis prestadas pelas empresas, levando a redução da percepção do lucro pelos investidores e demais usuários externos.

Ainda que o desenvolvimento da contabilidade como mecanismos de governança seja evidente, a elaboração de relatórios contábeis realizada por administradores nas companhias, de acordo com Lopes (2004), pode carregar elevada dose de viés. O fato ganha ainda mais destaque quando se leva em conta a discricionariedade intrínseca do gestor em relação ao investidor em um ambiente de separação de propriedade e de controle, colocando em questão a qualidade do

conteúdo informativo das demonstrações financeiras disponibilizado ao investidor.

Dito isso, pode-se afirmar que atributos de governança exercem influência sobre aspectos não restritos ao desempenho organizacional, mas também sobre a qualidade do processo de elaboração da informação contábil disponibilizada ao usuário. Para Schipper (1986), as práticas em governança visam garantir um processo neutro de elaboração dos demonstrativos financeiros, em que as escolhas contábeis dos gestores sejam realizadas com base nas características do negócio, de modo a refletir a real situação econômico-financeira das empresas, e não por motivos alheios.

Diante disto, pode-se conjecturar sobre quais seriam os motivos pelos quais gestores estariam interessados em gerenciar resultados para influenciar a percepção de investidores ou demais partes interessadas no desempenho da empresa. As motivações para a prática do gerenciamento foram classificadas por Healy e Wahlen (1999) em: motivações vinculadas ao mercado de capitais, motivações regulamentares e motivações contratuais.

Sob o ponto de vista do comportamento da gestão, Martinez (2001) defende que outras causas podem explicar a prática de gerenciamento de resultados, tais como (i) o desejo do gestor em manter-se no cargo, (ii) pressão de acionistas por melhores resultados, (iii) ambição de gestores por compensação financeira, (iv) manutenção de um *status quo* ou de benefícios de gestores ou acionistas majoritários, entre outros.

A relação entre mecanismos de Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados tem atraído a atenção para o desenvolvimento de pesquisas internacionais e nacionais (Jones, 1991; Shleifer e Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 1999; Peasnell, Pope e Young, 2000; Ramos e Martinez, 2006; Martinez, 2008; Baptista, 2009; Barros, 2012). Ainda que por meio de métodos, amostras de empresas e períodos diferentes, essas pesquisas buscam estabelecer, a partir de atributos de Governança Corporativa, estruturas explicativas para a prática de Gerenciamento de Resultados.

Estas estruturas incluem uma série de diferentes variáveis, como o conjunto de leis de proteção a acionistas, estrutura de propriedade, controle e origem do capital das empresas, estágio do desenvolvimento do mercado de capitais, características do conselho de administração, qualidade de governança corporativa, dentre outras. De uma forma geral, os estudos sugerem uma associação negativa entre mecanismos de governança e os níveis de gerenciamento de resultados, buscando

demonstrar que a adoção de mecanismos de governança diminui a propensão ao gerenciamento de resultados e, portanto, tende a exercer efeito positivo sobre a qualidade da informação contábil fornecida ao público de usuários.

Nesse contexto, o presente estudo busca investigar em particular o impacto do mecanismo de governança da Estrutura de Propriedade e Controle sobre a prática de Gerenciamento de Resultados contábeis nas empresas de capital aberto no Brasil. A Estrutura de Propriedade e os conflitos de interesse na alta gestão das empresas sempre estiveram no centro das discussões sobre Governança Corporativa, principalmente em razão do processo de mudança na composição acionária observada nas empresas modernas.

O acionista ordinário² detém o maior poder em uma sociedade. Por maioria de votos pode eleger (ou destituir) seus administradores, e interferir no funcionamento e decisões dos principais órgãos deliberativos e de fiscalização da companhia. Em sociedades anônimas, o controle dos acionistas ocorre através do Conselho de Administração da empresa, órgão máximo de deliberações, sendo formado por representantes dos acionistas-proprietários.

A concentração do capital permite o grande acionista exercer certa influência sobre as principais decisões e os rumos do negócio, fornecendo uma solução parcial para os problemas de monitoramento dos gestores. Para Jensen e Meckling (1976), a estratégia da gestão por monitoramento pode gerar custos adicionais à empresa, que nem todos os acionistas estariam interessados em arcar ou teriam disponibilidade de recursos para tal, sendo adotada especialmente pelos grandes acionistas, que procuram influenciar nas decisões gerenciais como forma de reduzir o risco de expropriação. Nesta perspectiva, à medida que aumenta o grau de concentração acionária, aumentam também os incentivos ao monitoramento da gestão.

Logo, nas empresas de capital concentrado, em que prevalece a vontade do acionista principal, o gestor é motivado a agir de acordo com interesses organizacionais, o que Claessens *et al.* (2002) denominou de “efeito alinhamento” entre proprietários e gestores. Por esse motivo, a Estrutura de Propriedade e Controle tem sido vista como um importante mecanismo de governança e instrumento de controle interno das organizações, tendo um papel fundamental na redução do conflito de agência e de assimetria informacional.

² Detentor das ações ordinárias (com direito de voto)

Ao considerar a discricionariedade da gestão como resultado da separação entre propriedade e controle, e o conjunto de motivações associadas ao oportunismo, espera-se que a presença de acionistas controladores³ nas empresas de capital aberto, resultado do aumento do grau de concentração acionária, tenha efeito restritivo sobre o gerenciamento de resultados contábeis. Assim sendo, um aumento no grau de concentração do capital estaria associado a uma redução dos níveis de gerenciamento de resultados.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

O Gerenciamento de Resultados é uma questão de pesquisa que recebe atenção não somente dentro da academia, mas também fora dela, pelo menos nos mercados os quais já experimentaram os efeitos da sua prática. A manipulação de dados contábeis pelos gestores representa um ônus a diversos agentes econômicos, visto que a maioria dos contratos realizados tem como base informações proveniente dos demonstrativos financeiros das empresas.

A conseqüente redução da qualidade das informações contábeis e da transparência dos demonstrativos financeiros divulgados compromete a confiança dos acionistas e demais fornecedores de recursos em relação às atividades da organização e, quando em grande escala, a todo ambiente institucional e legal existente do país. Dentre os principais efeitos do gerenciamento de resultados, destacam-se: (a) o aumento da expropriação do acionista, uma vez que o gestor faz escolhas diferentes daquelas que levariam a maximização do valor de mercado da empresa; (b) o aumento do risco associado ao investimento e, com isso, do custo de captação da empresa, o que reduz a disponibilidade de recursos no mercado; (c) a diminuição da percepção do lucro por parte dos usuários da informação contábil, afetando a eficiência da alocação de recursos no mercado; e (d) a redução da credibilidade do sistema, que pode levar ao aumento do risco-país⁴ e a conseqüente fuga de capital⁵.

³ O acionista controlador refere-se à pessoa, física ou jurídica, que detém a maioria das ações com direito a voto de uma organização. Realmente, na prática, existem outras possibilidades para o exercício do poder de controle que não apenas a majoritária, porém não é o escopo do presente trabalho.

⁴ O risco-país ou custo-país é um conceito econômico-financeiro que diz respeito à possibilidade de que mudanças no ambiente de negócios de um determinado país impactem negativamente no valor dos ativos de indivíduos ou empresas estrangeiras naquele país, bem como nos lucros, dividendos ou *royalties* que esperam obter dos investimentos que lá fizeram.

Na última década, observou-se uma maior preocupação em relação aos efeitos do gerenciamento de resultados, principalmente após os escândalos corporativos envolvendo grandes companhias norte americanas, como a Enron (2001)⁶ e a WorldCom (2003)⁷, que inflaram seus resultados com a finalidade de passar uma imagem otimista, porém enganosa, ao mercado. Como a elaboração das informações contábeis é um processo interno às empresas, a manipulação de dados torna-se quase imperceptível aos usuários externos. Nos casos citados, nem mesmo as empresas de auditoria independente e organismos reguladores foram capazes de antever o problema nas informações divulgadas e evitar que danos maiores sejam causados em todo o mercado americano.

Casos de manipulação de dados contábeis também foram evidenciados nos mais diversos mercados capitalistas não americanos, mostrando que a prática é um fenômeno que ocorre em todo o mundo. Na Europa, empresas multinacionais, como a Tyco Internacional (2002) e a Parmalat (2003), foram investigadas sob a suspeita de fraude contábil e seus executivos condenados pelos desvios cometidos.

No Brasil, casos comprovados de fraudes contábeis, como os ocorridos nos casos do Banco Nacional⁸ e do Banco Panamericano⁹, e

⁵ A expressão “fuga de capitais” está muitas vezes associada à retirada ou saída de capitais (investimentos estrangeiros) de um país. Pode ocorrer em virtude de diversos fatores, inclusive o aumento do risco-país. Sua conotação negativa deve-se, entre outras coisas, a possibilidade de comprometer a saúde financeira de toda uma economia, quando sucedido em larga escala.

⁶ O faturamento da Enron atingia \$101 bilhões de dólares em 2000, pouco antes do escândalo financeiro que ocasionou sua falência. Na época, as investigações revelaram que a companhia havia manipulado seus balanços financeiros, com a ajuda de outras empresas e bancos, e escondeu dívidas de US\$ 25 bilhões por dois anos consecutivos, tendo seus lucros inflados artificialmente.

⁷ A *WorldCom* se utilizava de técnicas contábeis fraudulentas para atenuar consideráveis perdas nos resultados e manter o preços das ações da companhia elevadas, mesmo com baixo crescimento da indústria de telecomunicações no início de 2000. A manipulação de dados de iniciou meados de 1999, evoluindo rapidamente até maio de 2002. No final de 2003, estimou-se que os ativos totais da companhia haviam sido inflados em cerca de 11 bilhões de dólares.

⁸ Em 1995, o Banco Nacional S.A (BNSA), considerado até então um dos dez maiores bancos no mercado financeiro brasileiro, teve sua intervenção decretada pelo Banco Central após ser identificada a existência de ativos insolventes, originados por gerenciamento fraudulento dos lucros da entidade. O rombo constatado foi de aproximadamente R\$ 15,2 bilhões.

⁹ A fraude bilionária no Banco Panamericano é o resultado de um acúmulo de irregularidades contábeis constantes do balanço da instituição desde meados de 2006. Por meio de auditoria, o Banco Central detectou anos depois um rombo no

mais recentemente da Petrobrás¹⁰, colocam em situação delicada a confiabilidade dos investidores em relação às informações divulgadas ao mercado. Mesmo com o atual processo de maturação do mercado de capitais brasileiro, é importante que políticas de controle possam ser adotadas para garantir a eficiência do sistema, corrigindo as falhas ainda existentes que possibilitam que abusos possam vir a ser cometidos novamente.

Muitos profissionais e estudiosos defendem a mudança da cultura empresarial do país, com base em fundamentos da boa governança. A governança corporativa pode ajudar, de forma direta, a limitar e explicar parte das escolhas contábeis dos gestores, que representam todas as decisões que possuem como intenção principal influenciar as saídas de um sistema contábil. Estudos têm mostrado que, quando introduzida no ambiente organizacional, a governança reduz o comportamento oportunista dos gestores sobre a contabilidade empresarial, incluindo o gerenciamento de resultados (DECHOW *et al.*, 1995).

Delimitando a Estrutura de Propriedade e Controle como um importante mecanismo de governança de controle interno às organizações, Shleifer e Vishny (1986) afirmam que a concentração dos acionistas é a maneira mais prática de alinhar os interesses dos gestores com os interesses organizacionais e reduzir o conflito de agência e as assimetrias de informação inerente à separação da propriedade e administração.

Ao deter grande parcela do capital investido (ações), grandes acionistas são levados a ter uma participação mais ativa nas principais decisões da empresa, minimizando o risco de expropriação dos recursos pela administração. Segundo os autores, a presença de grandes acionistas fornece uma solução parcial aos problemas de monitoramento

valor de R\$ 4,3 bilhões. A prática adotada pelo banco consistia em inflar seus balanços, permitindo que o valor da empresa fosse ampliado antes da abertura de seu capital, em novembro de 2007.

¹⁰ No final de 2014, foram deflagrados na operação “Lava-Jato”, da Polícia Federal, diversas irregularidades em contratos realizados pela Petrobrás, envolvendo superfaturamento, esquema de desvios de dinheiro e corrupção, que podem levar a perdas ainda não contabilizadas pela empresa. Denúncias vêm deteriorando o valor da empresa, uma vez que os investidores não tem mais certeza se aquilo que está nos números contábeis corresponde à realidade da empresa. Para piorar, a empresa que realiza a auditoria Arthur Andersen (mesma do caso Enron) se recusou a assinar o balanço do 3º trimestre de 2014, exigindo que a empresa realize diversos ajustes. Em nota, a Petrobras esclarece que poderá reconhecer perdas devido à revisão de seu ativo imobilizado a serem refletidas nos resultados futuros.

dos gestores, permitindo um aumento no valor da empresa por meio de mudança da política corporativa.

Estudos, tal como Leal, Silva e Valadares (2002) e Silveira (2002), demonstraram que a influência da estrutura de controle é fundamental para destacar o grau de diversificação de risco dos acionistas e também um potencial problema de agência, envolvendo gestão e acionistas, acionistas controladores e acionistas minoritários. Nesta perspectiva, o controle exercido sobre a gestão pelo acionista majoritário tende a reduzir o oportunismo gerencial, como em um “efeito alinhamento” de interesses entre proprietários e administradores.

Para La Porta *et al.* (1999), a concentração acionária poderia compensar a fragilidade das leis de proteção aos investidores, permitindo que o grande acionista exerça seu direito de controle para implementar medidas em prol da transparência (*disclosure*) das informações divulgadas. Cada vez mais, grandes empresas têm recorrido às políticas de *full disclosure* (divulgação plena), na tentativa de aumentar o volume de informações disponíveis e proteger os indivíduos que estariam em desvantagens informacionais dentro da organização ou um determinado mercado¹¹.

Na literatura internacional, grande parte dos estudos, como em Rajgopal *et al.* (1999), Donnelly e Lynch (2002), Iturriaga e Hoffman (2005), Ali *et al.* (2008), Nasr, Boubakri e Cosset (2009), Alves (2012), entre outros, compartilha da ideia de que a concentração acionária estaria ligada a menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis, o que resultaria na melhoria na qualidade das informações reportadas. Os resultados encontrados pelos autores evidenciaram uma relação negativa entre concentração acionária e gerenciamento de resultados, sendo consistentes com a “hipótese de monitoramento eficiente”¹², proposto por Shleifer e Vishny (1986).

Embora no campo teórico esta relação seja evidente, alguns estudos empíricos analisando empresas localizadas sob os mais diversos ambientes econômicos e legais encontraram resultados desfavoráveis à hipótese de monitoramento. Em determinados casos, como em Choi, Jean e Park (2004), Kim e Yi (2005), Jaggi, Tsui (2007), Kim e Yoon

¹¹ Órgãos reguladores do mercado de capitais e a legislação brasileira buscam coibir o uso de informação privilegiada para obter vantagens frente ao mercado e garantir a livre competição (Instrução n° 358/CVM, 2012).

¹² Sob a perspectiva da Estrutura de Propriedade, a “Hipótese de Monitoramento Eficiente” atribui o aumento do percentual de propriedade detida pelo principal acionista (ou grupo de acionistas) a um aumento do monitoramento da gestão, resultando no aumento do valor da firma.

(2008), o gerenciamento de resultados foi significativamente maior em empresas de capital concentrado, atribuindo uma baixa qualidade das informações divulgadas. Para esses autores, ao atribuir um maior poder de controle a um único acionista ou grupo de acionistas, permite que este se utilize em benefício privado, incentivando os gestores a prática de gerenciamento de resultados, o que comprometeria a transparência e qualidade das informações disponibilizadas.

Em virtude deste contraponto, levantou-se o seguinte problema de pesquisa:

- A Estrutura de Propriedade e Controle nas companhias brasileiras de capital aberto exerce influência significativa sobre a prática de Gerenciamento de Resultados contábeis?

A questão envolve ainda outros fatores importantes, como a emissão de ações preferenciais, o tipo do acionista controlador, origem do capital, a qualidade da governança corporativa, assim por diante. Nesta pesquisa, pretende-se incorporar alguns destes aspectos visando aprofundar o entendimento do tema.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 **Objetivo Geral**

Coerente com a questão anteriormente colocada, o objetivo principal deste trabalho é:

- Investigar a relação entre a Estrutura de Propriedade e Controle e o Gerenciamento de Resultados contábeis nas empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBovespa).

1.2.2 **Objetivos Específicos**

Como condição para o desenvolvimento do objetivo geral proposto ou de forma complementar a ele, foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- Aplicar o modelo de Kang- Sivaramakrishanan (1995), para estimação do Gerenciamento de Resultados nas empresas brasileiras analisadas;

- Propor um modelo de análise das variáveis de Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade e Controle, que permita obter resultados importantes ao entendimento do problema;
- Testar as hipóteses de pesquisa e analisar os resultados encontrados, buscando identificar seus principais determinantes; e
- Propor ações aos profissionais e acadêmicos, procurando contribuir para o desenvolvimento do tema.

1.3 JUSTIFICATIVA

No final da década de 90, Arthur Levitt, então presidente da Security Exchange Commission (SEC), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, realizou um discurso na Universidade de Nova York, no qual externalizou a preocupação da SEC com a prática de gerenciamento de resultados. Abordando as principais formas de manipulação contábil as quais a SEC vinha presenciando, ele apontou medidas que deveriam ser tomadas pela comunidade financeira, como mudanças nas normas técnicas, para melhoria da transparência das demonstrações financeiras; reforço da fiscalização, principalmente pelos auditores externos e comitê de auditoria; e mudança cultural na administração das empresas.

Mesmo após o discurso de Levitt e as determinações realizadas pela SEC em 1998, a descoberta de fraudes como nos casos da Enron, em 2001, e da WorldCom, em 2002, evidenciou a fragilidade do mercado norte americano, até então considerado exemplo de segurança e transparência aos demais mercados. Os eventos levaram ao Congresso Americano promulgar em 2002 a Lei *Sarbaney-Oxley Act* (SOX), cujas disposições tinham como foco o sistema de divulgação financeira nos Estados Unidos e abrangiam, entre outras, questões acerca da independência da auditoria, responsabilidade e governança corporativa, *disclosure* de emissores e administradores e penalidades para fraudes.

No Brasil, a preocupação com o gerenciamento de resultados foi manifestada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, em 2007. No ofício, a CVM lista uma relação de pontos sobre políticas contábeis a serem

consideradas pelo Conselho de Administração, ou por comitê especializado, para que se evitem práticas de gerenciamento. Foi destacada pelo órgão regulador a necessidade de discussão e análise dos sistemas de controle interno envolvidos na validação das informações contábeis e de políticas contábeis para algumas transações.

Anterior a isso, num esforço de fomentar a adoção de mecanismos de controle internos de governança por empresas brasileiras, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), já em 2000, criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). A intenção principal da instituição era o de criar um ambiente em que empresas de capital aberto voluntariamente sinalizassem ao mercado sobre suas práticas de gestão relacionadas à dispersão do controle acionário, direitos adicionais a acionistas minoritários, transparência e outros mecanismos de gestão.

A criação de níveis diferenciados de governança foi um avanço em termos de práticas de gestão no Brasil, voltadas à busca em atender os princípios da transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Pode-se entender que existe, de um lado, um conjunto de mecanismos que buscam comprometer a gestão por meio de práticas de governança voltadas à geração de valor ao acionista e, de outro, o risco de expropriação de investidores por meio da consequência natural do oportunismo decorrente da separação de propriedade e controle das organizações modernas.

Contudo, não se pode concluir que a simples adesão às diversas práticas em governança, como nos níveis diferenciados, seja suficiente para mitigar o gerenciamento de resultados e garantir a qualidade das informações contábeis divulgadas. Surge, então, a necessidade de estudar individualmente a influência das diversas estruturas de controle interno sobre o comportamento dos gestores e o desempenho da empresa como um todo.

Dentre os mecanismos a se analisar, a Estrutura de Propriedade e Controle é um dos mais relevantes, principalmente no contexto das empresas brasileiras e o estágio de desenvolvimento em que se encontra o mercado de capitais do país. O Brasil, que passou por um período de pouco crescimento do mercado acionário até 2003, apresentou um esboço de evolução nos anos seguintes, principalmente em 2007 com o aumento significativo de novas emissões primárias.

Sabe-se que a abertura de capital ou a emissão de novas ações no mercado são decisões internas as organizações, seja por questões de necessidade de captação de recursos para realização de novos investimentos ou de disseminação do risco, seja por influência de fatores

externos como a competitividade setorial e o mercado de fusões e aquisições. Por isso, o nível de concentração acionária tende a apresentar os mais variados arranjos institucionais, respeitando o mínimo de emissão de ações com direito a voto (ações ordinárias) exigido por lei.

A disparidade existente entre empresas de um mesmo mercado podem produzir diferentes impactos sobre o comportamento dos gestores, incluindo nas decisões de natureza contábil. Em razão disso, a mudança no grau de concentração pode estar associada à variação nos níveis de gerenciamento de resultados, e conseqüentemente a qualidade das informações divulgadas aos usuários. A relação também pode ser observada com base nas características específicas dos proprietários das empresas, uma vez que são indicativos do tipo de gestão adotada.

Tendo em vista os diversos fatores envolvidos, o presente estudo é pertinente, pois busca revelar: i) se existe de fato uma relação entre a Estrutura de Propriedade e Controle e Gerenciamento de Resultados; ii) qual o sentido e a intensidade desta relação; iii) se a emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) tem influência sobre o gerenciamento de resultados; iv) qual a diferença para empresas que não fizeram a mesma opção, isto é, emitiram somente ações com direito a voto (ações ordinárias); v) se o tipo do acionista controlador ou a origem do capital (nacional/estrangeiro, privado/estatal, familiar/não familiar, com/sem investidores institucionais, entre outros.) tem impacto sobre o gerenciamento de resultados; vii) que características particulares estão intimamente ligadas ao gerenciamento de resultados.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A discussão sobre o fenômeno do gerenciamento de resultados é bastante ampla, com áreas de pesquisas que envolvem desde Finanças e Contabilidade, até Administração, Economia e Direito. Embora existam outras abordagens, a presente pesquisa busca tratar a questão com base na teoria da agência. Sob esta perspectiva, os problemas de agência entre proprietários e gestores podem ser limitados por mecanismos de governança corporativa. O estudo, então, se concentra se forma isolada na estrutura de propriedade das organizações, não tendo como foco outros mecanismos existentes.

A delimitação seguinte refere-se aos critérios de seleção e características particulares da amostra. Nesta pesquisa, optou-se como grupo de interesse as companhias brasileiras de capital aberto não-financeiras com ações negociadas na BM&FBovespa, não abordando

outros tipos de organizações e mercados existentes. Outro fator limitante é a falta de informação ou problemas específicos na amostra, o que pode levar a uma interpretação equivocada do fenômeno. Por isso, faz-se necessário o tratamento dos dados da amostra de modo a minimizar possíveis complicações futuras. O tratamento dos dados será apresentado na seção 3 de Procedimentos Metodológicos.

Por fim, outra delimitação decorre da definição operacional da variável de Gerenciamento de Resultados. Sabe-se que a manipulação de dados contábeis é um fenômeno que não pode ser observado diretamente nos demonstrativos financeiros, mas que pode ser inferida pelo comportamento dos sujeitos envolvidos na pesquisa. Dessa forma, é necessário que a variável seja estimada por modelos matemáticos, que mesmo com todo aprimoramento dado recentemente pela literatura em Gerenciamento de Resultados, não estão livres de erro. Os métodos estatísticos propostos nesta pesquisa, bem como suas limitações, serão abordados com mais detalhes na seção 3, de Procedimentos Metodológicos.

1.5 ESTRUTURA DE TRABALHO

Este trabalho está organizado em 5 seções, incluindo o capítulo introdutório. A seção 1, da Introdução, inicia o tema de pesquisa, abordando a contribuição dos mecanismos de Governança Corporativa a questão das assimetrias informacionais causadas pelo Gerenciamento de Resultados. Na seção 2 é apresentado o arcabouço teórico e empírico do trabalho em que são apresentados os elementos teóricos que servem de fundamento para a Governança Corporativa, além de evidências empíricas sobre Estrutura de Propriedade e Controle e o Gerenciamento de Resultados. Na Seção 3 consta a trajetória metodológica para examinar os objetivos propostos, abordando o modelo de análise, a amostra, as variáveis e as hipóteses de pesquisa. Na seção 4 encontram-se a apresentação e a análise dos resultados obtidos. E, finalmente, na Seção 5 são feitas as considerações finais do estudo.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Na cultura empresarial predominante até a Crise de 1929, os proprietários – um ou alguns indivíduos ou família – tinham o poder sobre as decisões administrativas de suas empresas, frequentemente ocupando os mais importantes cargos de gestão. No pós-guerra, a força e o dinamismo da economia dos Estados Unidos, impulsionada pela escassez mundial, apontava rumo à complexidade das organizações, notadamente para as companhias listadas em bolsa de valores.

A evolução do mercado financeiro a partir do surgimento do mercado de ações, permitindo difundir o capital na forma de novos instrumentos de financiamento, levou a mudanças significativas ao ambiente corporativo, como a separação da propriedade da empresa de sua administração. A propriedade dispersa passou a ser característica cada vez mais comum entre as companhias abertas norte-americanas. Aos poucos, esse tipo de controle passou a caracterizar empresas também em outros países.

Na literatura a separação entre propriedade e controle prevê um novo conceito de firma, oposto ao modelo descrito pela teoria clássica, baseado nas abordagens de Taylor e Fayol. Buscando explicar o comportamento das empresas modernas, outra vertente de autores deu origem a novas teorias. Algumas delas contribuíram para a criação da Teoria da Agência, considerada a mais importante nesta nova era de estudos em Finanças Corporativas (ASAF NETO; 2012).

Ainda que tenha sido sugerida simultaneamente ao surgimento das organizações modernas, a Teoria da Agência seria formalizada apenas em meados da década de 70. Embora seja indiscutível a relevância dos estudos anteriores¹³, o trabalho de Jensen e Meckling (1976), intitulado *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, é considerado um marco na teoria financeira. Ao descrever inicialmente as bases conceituais da teoria da agência, o estudo serviu para o desenvolvimento de novas modelagens teóricas e trabalhos empíricos voltados à compreensão da firma sob a perspectiva do relacionamento de agência.

O fundamento da teoria da agência decorre da celebração de um contrato (relacionamento de agência) em que uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma

¹³ Ross (1973), Fama (1980), Grossman e Hart (1983), entre outros.

tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente. Os agentes, por sua vez, recebem remuneração do principal para tomar decisões que venham de encontro aos seus interesses.

Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes os interesses das partes se tornam conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista do agente. Para Jensen e Meckling (1976), os contratos estabelecidos não são capazes de proporcionar plena imunidade à expropriação do principal, visto que ao buscar defender seus próprios interesses os agentes são levados a tomar decisões em benefício particular, o que pode incorrer em perdas ao principal.

A Teoria da Agência é importante pela contribuição que oferece em explicar a relação contratual presente entre os acionistas (legítimos proprietários da empresa) e os executivos (profissionais contratados altamente capacitados designados para atuar juntamente a organização), e os conflitos que surgem entre as partes. Nesta perspectiva, os administradores possuem interesses e objetivos pessoais que os levam a tomar decisões que maximizem seus benefícios, ao invés de priorizar o objetivo de maximização da riqueza dos investidores.

Segundo os autores, os administradores lidam com preocupações que vão além dos objetivos organizacionais, como a segurança no trabalho, os benefícios que podem auferir de suas funções, assim por diante. Desse modo, podem muitas vezes não atender aos objetivos fixados pelos proprietários (acionistas), tornando-se inevitável os conflitos entre as partes.

A divergência de interesses entre acionistas e gestores acaba por impactar na eficiência das principais decisões da organização, como as decisões de investimento e financiamento, distribuição de dividendos, atitudes em relação ao risco, escolhas e procedimentos contábeis, divulgação de relatórios financeiros confiáveis e periódicos, assim por diante. Desse modo, os conflitos de agência podem interferir negativamente nas atividades da empresa, gerando custos adicionais à organização.

O risco das decisões de uma empresa não serem sempre favoráveis aos objetivos e interesses dos acionistas reside na separação da propriedade e controle. Nessa separação, os investidores disponibilizam capital (recursos), porém não participam mais efetivamente das ações da empresa. Quanto maior a dispersão do controle acionário de uma companhia, menores se apresentam o poder de decisão e capacidade de controle dos acionistas.

Relações conflituosas podem ocorrer não somente entre proprietários e administradores, mas também entre credores, fornecedores, funcionários, clientes, governo, sociedade. Sob a perspectiva da agência, a análise pode se estender a todos participantes de uma organização, visto que cada um carrega em si os mais diversos interesses e busca, por vias contratuais, atingir seus próprios objetivos de forma mais eficiente. Evidentemente, em determinadas situações esses interesses possam vir a se divergir, podendo ocasionar perdas à parte mais desfavorecida.

Um agravante aos conflitos de agência, apontado por Jensen e Meckling (1976), é que os diversos grupos de agentes não dispõem das mesmas informações. A assimetria informacional é identificada quando alguns agentes de uma transação possuem informações desconhecidas de outros agentes, evidenciando uma notória vantagem na relação. O problema nos níveis informacionais limita a capacidade dos agentes econômicos de tomar as melhores decisões, afetando a eficiência da alocação de recursos no mercado.

A diferença nos níveis de informação entre participantes pode conduzir a dois fenômenos: o problema de seleção adversa e o problema do risco moral. O problema de seleção adversa surge quando o principal não detém informações privadas do agente, sendo levado a tomar decisões de maneira incorreta. No caso, o agente adquire vantagem informacional na negociação que lhe permite atuar de forma oportunista, enquanto que a outra parte não seja capaz de verificar se agiu de forma correta.

Além disso, o agente tende a ajustar seu comportamento de acordo com os diferentes contextos, nos quais ocorre uma transação econômica, e fazer uma comunicação seletiva das informações que lhe sejam pertinentes, gerando o problema do risco moral. Por mais que o principal tente monitorar, o agente normalmente possui mais informações sobre suas ações ou intenções do que o outro, atribuindo-lhe uma vantagem informacional. Desse modo, a assimetria de informação afeta as decisões de alocação dos recursos disponíveis, podendo levar perdas ao principal.

Diante de conflito de interesses e assimetria informacional, Jensen e Meckling (1976) argumentam que o principal poderia reduzir os problemas de agência monitorando as atividades do agente e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a ele. Nesse sentido, qualquer situação envolvendo esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas, no propósito de reduzir o conflito de agência, pode gerar custos adicionais à organização, os chamados Custos de Agência.

Estes custos decorrem dos (1) gastos realizados na elaboração e estruturação de contratos adequados entre o principal e o agente; (2) despesas com reestruturação organizacional, como na criação de Conselho de Administração; (3) custos de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal, tal como auditorias; (4) gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não são prejudiciais a ele; além de (5) perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Da necessidade dos acionistas em monitorar as decisões da sociedade e evitar que os gestores contratados escolham um caminho que não atenda aos seus interesses surgiram mecanismos de controle às organizações, denominados de Governança Corporativa. Para Silveira (2002), os mecanismos de governança são estruturas internas e externas às organizações que permitissem harmonizar a relação entre acionistas e gestores e, assim, reduzir o conflito de interesses em uma situação de separação entre propriedade e controle.

2.1.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A origem dos debates sobre Governança Corporativa remete aos conflitos inerentes à propriedade dispersa, resultado da divergência de interesses entre sócios, executivos e o melhor interesse da empresa. Pode-se conceituar Governança Corporativa como um conjunto de procedimentos que governam o relacionamento entre os administradores e os acionistas. A governança visa de certa forma proteger os investidores externos de eventuais excessos dos investidores internos (administradores e acionistas controladores).

As discussões envolvendo acadêmicos, investidores e legisladores, que deram origem a teorias e novos marcos regulatórios, tiveram grande aumento nos anos 90 após os graves escândalos contábeis da década anterior envolvendo grandes e importantes empresas. Em 1992, foi publicado por um comitê constituído na Inglaterra o Relatório *Candbury*, considerado o primeiro código de boas práticas de Governança Corporativa.

No mesmo ano, foi divulgado o primeiro código por uma empresa, a General Motors (GM) nos Estados Unidos. Sintomas do mesmo movimento são verificados pouco depois nos resultados de uma pesquisa realizada pelo fundo de pensão Calpers (*California Public Employees Retirement System*), nos Estados Unidos, que constatou que

mais da metade das 300 maiores companhias daquele país já tinham seus manuais de recomendações de governança.

Na primeira década do século 21, o tema Governança Corporativa tornou-se ainda mais relevante, a partir dos escândalos corporativos evidenciados em empresas norte-americanas como a *Enron* (2001), a *WorldCom* (2003) e a *Xerox* (2008), desencadeando discussões sobre a divulgação de demonstrações financeiras e o papel das empresas de auditoria. O congresso norte-americano, em resposta às fraudes ocorridas, aprovou a Lei *Sarbanes-Oxley*¹⁴ (SOx), com importantes definições sobre práticas de Governança Corporativa.

No Brasil, o movimento por boas práticas em Governança Corporativa se deu paralelamente a abertura do mercado nacional e as privatizações nos anos 90. Em 1995, ocorreu a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)¹⁵, almejando influenciar os protagonistas da nossa sociedade na adoção de práticas transparentes, responsáveis e equânimes na administração das organizações. Ainda em 1999, o IBGC lançou seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Com foco na proteção e participação dos acionistas minoritários nos negócios em bolsa de valores, a BM&FBovespa criou em 2000, três segmentos especiais de listagem, denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, onde somente podem ser negociadas ações de empresas que aderirem às melhores práticas de Governança Corporativa. A ideia busca incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e atrair mais investidores para negócios com ações no país.

O Novo Mercado é um segmento de listagem de ações de empresas que se comprometem, de forma voluntária, a adotar práticas que excedem as exigências da legislação, com referência a governança corporativa. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

Dentre as diversas regras societárias estabelecidas pelo Novo Mercado, destacam-se:

¹⁴ Motivada por escândalos financeiros corporativos (dentre eles o da Enron, que acabou por afetar drasticamente a empresa de auditoria Arthur Andersen), a lei foi redigida com o objetivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros e a fuga dos investidores causada pela aparente insegurança a respeito da governança adequada das empresas.

¹⁵ Até 1999, intitulado Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA)

- Manter em circulação pelo menos 25% do capital votante (ações ordinárias) da sociedade;
- Ter o capital social composto exclusivamente por ações ordinárias, não sendo permitida a emissão de ações preferenciais;
- Aderir à Câmara de Arbitragem de Mercado para discussão e solução de eventuais conflitos societários.

Dentre as exigências em termos de regras societárias têm-se, dentre outras, que a empresa deve possuir e emitir apenas ações ordinárias, concedendo direito a voto a todos os acionistas. Exige-se também que o conselho de administração da companhia seja composto por, no máximo, 5 membros e que, em caso de venda do controle acionário, o comprador estenda a oferta a todos os demais acionistas, garantindo a estes a equidade de tratamento ofertado ao controlador vendedor.

Em relação às exigências concernentes à divulgação de informações financeiras, a BMF&Bovespa demanda às empresas listadas no Novo Mercado que publique suas informações financeiras em padrão internacional (IFRS ou US GAAP), e incluam nas demonstrações financeiras padronizadas (DFP) itens como as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operações, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício findo, além de manifestar no Relatório da Administração o vínculo à Cláusula Compromissória de arbitragem.

A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa dá maior visibilidade aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos. Diversos trabalhos nacionais, como Silveira (2002), Carvalhal-da-Silva (2004), Andrade e Rossetti (2004), entre outros, têm demonstrado que empresas listadas no Novo Mercado conseguem uma melhor precificação de suas ações, diminuindo o custo de novos financiamentos.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade. De acordo com Asaf Neto (2012), uma boa governança deve incorporar cinco valores (princípios) essenciais: prestação de contas, transparência, responsabilidade corporativa, eficácia e equidade.

O princípio da prestação de contas (*accountability*) pode ser entendido como a obrigação de membros contratados da empresa em prestar contas dos seus atos a instâncias controladoras, no caso os proprietários ou seus representados. As contas devem ser prestadas seguindo as melhores práticas contábeis e de auditoria. No seu sentido amplo, o termo pode ser entendido com a responsabilização daqueles profissionais com as decisões tomadas em nome da empresa, seja de cunho administrativo, político ou de mercado, demonstrando todas as suas responsabilidades por atos falhos e omissões. Então através da prestação de contas, busca-se a transparência e a demonstração da responsabilidade corporativa.

O princípio da transparência (*disclosure*) subsidia o processo decisório através do compromisso da empresa em informar e disponibilizar todas as informações que sejam de interesses dos seus usuários, especialmente aquelas de alta relevância que impactam nos negócios e que envolvem resultados, oportunidades e risco. A transparência relaciona-se aos objetivos da Contabilidade na medida em que garante informações diferenciadas para vários tipos de usuários, servindo de base para tomadas de decisões mais eficientes.

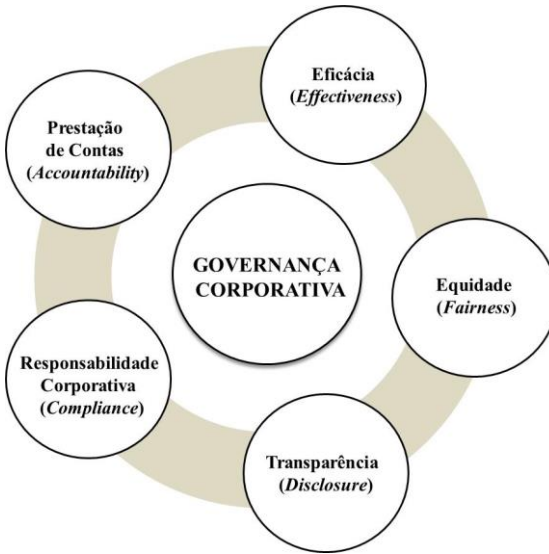
A responsabilidade corporativa (*compliance*) sugere que os agentes devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Nesse sentido, os atos da administração devem estar em obediência às normas existentes nos estatutos sociais, regimentos internos e leis do país, com o objetivo de reduzir o risco de sanções legais ou regulamentares, perdas financeiras ou mesmo perdas de reputação, decorrentes da falta de cumprimento de disposições legais, regulamentares, códigos de conduta, padrões, etc.

A boa governança deve garantir que processos e instituições estejam hábeis a produzir resultados condizentes com as necessidades da sociedade, ao mesmo tempo em que fazer melhor uso possível dos recursos à sua disposição. Desse modo, o princípio da eficácia (*effectiveness*) configura como a capacidade de produzir o resultado desejado, a partir de modelos e instrumentos de gestão que permite a empresa demonstre continuidade, preserve sua sustentabilidade, seja competente em gerar lucros e remunerar o capital, e consiga atingir suas metas e objetivos.

Por fim, o princípio de equidade (*fairness*) caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e a todas as demais partes interessadas. Isto é, não se admite atitudes ou políticas administrativas discriminatórias, sob qualquer pretexto, tratando todos de maneira justa

e igualitária. Este princípio está bastante ligado à garantia dos direitos e interesses dos acionistas minoritários.

FIGURA 1 – Princípios da Governança Corporativa



Fonte: Elaboração própria. Baseado em Assaf Neto (2012)

Com base na Teoria da Agência e nos princípios da boa governança, estudos foram desenvolvidos com o objetivo de examinar o impacto dos diversos mecanismos de governança corporativa sobre o comportamento dos agentes, e o desempenho final da empresa. De acordo com Jensen (1993), existem quatro mecanismos de governança com potencial de redução dos custos de agência nas empresas: (a) o mercado de capitais; (b) o ambiente legal, político e regulatório; (c) o mercado competitivo; e (d) os sistemas internos de controle.

O mercado de capitais funciona como um importante mecanismo de governança na medida em que reage ao desempenho das empresas, realocando recursos entre os participantes. Segundo o autor, o mercado buscará precificar, com base nas expectativas dos analistas, as empresas mais eficientes com valores maiores àquelas menos eficientes, incentivando investidores a assumir o controle da organização nesses casos.

O mercado de fusões e aquisições permite as empresas terem ganhos de sinergia, com a combinação de ativos e a eliminação de sistemas de governanças ineficientes. Com a ameaça de uma possível mudança de controle, gestores são monitorados e disciplinados, e incentivados a desempenhar bem seu papel dentro da empresa (ZOLINI, 2008).

Os sistemas regulatório, político e legal também são instrumentos de redução dos custos de agência realizados pelo Governo, Órgão Reguladores e Conselhos Profissionais Normativos. Sabe-se que quanto maior o nível de proteção das leis do país em relação aos direitos dos investidores e níveis de esforço para aplicação dessas leis, menores serão os gastos das empresas com soluções para os conflitos de interesses entre acionistas e gestores. Empresas localizadas em países com baixa proteção legal aos acionistas minoritários tendem a ter mais dificuldade de capitalização e alavancagem financeira em virtude do menor acesso ao mercado de capitais (JENSEN, 1993).

Inserido nesse grupo, a própria Contabilidade como um sistema de normas e diretrizes para elaboração de relatórios contábeis se mostra um importante mecanismo de governança. Por possuir a capacidade de reduzir a assimetria de informação presente nas diversas relações e, com isso, minimizar os custos de agência, pode-se caracterizar como uma alternativa relativamente menos dispendiosa as empresas.

As normas contábeis têm como objetivo dar transparência ao processo de reportação dos resultados das empresas, garantindo relatórios mais completos e confiáveis a seus usuários. A melhoria da percepção do desempenho das empresas pelos investidores resultaria na redução do risco do investimento e, portanto, do custo de captação da empresa, o que valorizaria os preços de mercado de suas ações (PAULO, 2007).

Outro fator importante que contribui para a redução dos conflitos remete ao próprio mercado competitivo, devido ao fato de que empresas com menor desempenho não conseguem, conseqüentemente, sobreviver. Dado a incerteza existente no mercado, cabe ao gestor manter uma forte disciplina e planejamento de longo prazo visto que as reações podem ser as mais adversas e inesperadas, o que pode custar à empresa e, em particular, a permanência dele no cargo (JENSEN, 1993).

Existem ainda estruturas de controle internas às organizações que buscam preservar os ativos da empresa, como o Conselho de Administração, o sistema de remuneração dos executivos e a estrutura de propriedade e controle. Estes mecanismos atuam como formas de controle e incentivo sobre a administração, com o objetivo de

influenciar as decisões gerenciais da empresa e garantir o seu bom desempenho e o direito dos fornecedores de recursos.

Para a emissão de ações na bolsa, a lei prevê para as empresas de capital aberto a criação do Conselho de Administração, com responsabilidade zelar pela integridade, transparência e prestação de contas da empresa e de sua gestão, incluindo a supervisão e orientação da diretoria. De acordo com Dutra e Saito (2002), um conselho bem administrado é capaz de fornecer a cultura organizacional e manter o desenvolvimento da organização, atacando outros itens estratégicos da empresa.

Por sua vez, o sistema de remuneração funciona como um importante mecanismo de incentivo aos executivos, utilizado por organizações e acionistas com o propósito de reduzir os conflitos advindos da relação de agência. Muitas vezes os pacotes de incentivos estão atrelados a metas de produtividade, levando o gestor a trabalhar mais em prol dos interesses organizacionais, e não em função de interesses particulares (FUNCHAL; TERRA, 2006).

A Estrutura de Propriedade e Controle também atua como um importante mecanismo de governança de controle interno às organizações, na medida em que a concentração do capital leva aos grandes acionistas ter uma participação mais ativa nas decisões da empresa, a fim de reduzir o risco de expropriação dos recursos pela administração. Segundo Shleifer e Vishny (1986), a presença de grandes acionistas fornece uma solução parcial para os problemas de monitoramento dos gestores, resultando no aumento do valor da empresa por meio da mudança da política corporativa.

Para os autores, a propriedade dispersa produz um baixo monitoramento sobre a gestão, o que aumentam as chances de expropriação devido ao oportunismo gerencial. Portanto, a concentração da propriedade surge como uma alternativa eficiente de controle às organizações, principalmente em mercados menos desenvolvidos com baixa proteção aos investidores.

Resumidamente, temos:

QUADRO 1 – Mecanismos de Governança Corporativa

Externos	Internos
Mercado de Capitais	Conselho de Administração
Fusões e Aquisições	Sistema de Remuneração
Mercado Competitivo	Relatórios Contábeis
Sistema Legal, Político e Regulatório	Estrutura de Propriedade e Controle

Fonte: Elaboração própria.

Shleifer e Vishny (1986) afirmam que a concentração dos acionistas é a maneira mais prática de alinhar os interesses dos gestores com os interesses organizacionais e reduzir o conflito de agência e as assimetrias de informação inerente à separação da propriedade e administração. Por este motivo, a Estrutura de Propriedade e Controle tornou-se importante objeto de estudos em governança corporativa, levando a criação de teorias, por autores que buscaram compreender seu impacto sobre o desempenho das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais.

O tema é ainda mais oportuno no contexto brasileiro, em virtude das recentes transformações evidenciadas no mercado nacional, principalmente após a abertura comercial e o processo de privatização no início da década de 90, que permitiu a difusão do capital das empresas brasileiras, levando à tona os problemas de agência. Observou-se nos últimos anos um esforço de reguladores em adotar políticas de proteção a acionistas-investidores, no sentido de incentivar a disseminação das ações das empresas brasileiras, como as evidenciadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, que levariam a redução do risco e, assim, do custo de captação de novos financiamentos. Por estes motivos, optou-se no presente estudo pela investigação do mecanismo de Estrutura de Propriedade e Controle, como fator determinante do comportamento das empresas brasileiras.

2.2 TEORIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

2.2.1 Surgimento do Modelo de Propriedade Dispersa

O modelo de propriedade dispersa expandiu-se inicialmente nos Estados Unidos, devido a aspectos econômicos, culturais e políticos que datam de meados dos anos 1920. Naquele período, o país viveu um momento de prosperidade econômica, consolidando-se como potência mundial. Seu poder de influência na época foi evidenciado pelos efeitos da Crise de 1929, episódio da queda da bolsa de Nova Iorque, que atingiram praticamente todos os países, ocasionando graves consequências políticas e sociais.

Décadas mais tarde, já no contexto pós-1945 (fim da Segunda Guerra Mundial), a força e o dinamismo da economia dos Estados Unidos apontava rumo à complexidade das organizações empresariais, notadamente para as companhias listadas em bolsa de valores. A partir de então, a estrutura de propriedade dispersa, com ações negociadas no mercado de capitais, tornava-se característica cada vez mais comum entre suas empresas. Paulatinamente, esse tipo de controle passou a caracterizar empresas também em outros países (IBGC, 2014).

Este novo modelo de gestão das empresas, em que se destaca a separação de propriedade e administração, é talvez a principal alternativa de manter a empresa competitiva diante dos desafios globais atuais, dando-lhe maior agilidade e produtividade. Essa nova realidade conduz a uma redução de empresas com gestão centralizada, em que predomina a marca (personalidade) de uma pessoa. Esse modelo está sendo substituído por uma gestão mais focada em profissionais de mercado, sem vínculos familiares com os acionistas controladores, e incentivados pelas remunerações recebidas.

O modelo de propriedade dispersa foi pioneiramente abordado por Berle e Means (1932), na obra *The Modern Corporation and Private Property*, em virtude da separação entre propriedade e controle observada nas grandes corporações norte-americanas. O estudo serviu a toda uma literatura em Finanças sob o aspecto da separação entre propriedade e controle das empresas e do surgimento de conflitos de interesses no ambiente corporativo, como as encontradas nas teorias gerenciais e comportamentais¹⁶.

¹⁶ Ver Hebert Alexander Simon (1947), Penrose (1959), Willian Baumol (1959, 1962), Robin Marris (1964) e Oliver E. Williamson (1966).

Nestas perspectivas, parte-se do princípio que os administradores possuem interesses e objetivos próprios que os levam a tomar decisões que maximizem sua utilidade, ao invés de priorizar o objetivo de maximização da riqueza dos investidores. Cada segmento de pessoas dentro da empresa possui diferentes interesses e aspirações, determinados a partir de suas relações contratuais.

Esta concepção foi aprofundada pela escola moderna de Finanças, a partir principalmente das contribuições do trabalho de Jensen e Meckling (1976) sobre a Teoria da Agência (ou Teoria do Agente-Principal). Sob a ótica da agência, a organização passa a ser vista como uma ficção legal que serve como foco para um processo no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos são trazidos ao equilíbrio dentro de uma estrutura de relações de contrato.

O desenvolvimento de uma teoria de Estrutura de Propriedade, que permitisse analisar o impacto desse modelo de gestão no desempenho operacional das empresas, só foi possível dado à modelagem conceitual de relacionamento de agência, proposta pelos autores. Nela, a separação de propriedade e controle presente nas empresas leva a um conflito entre acionistas e executivos, resultando em custos de agência.

2.2.2 Estrutura de Propriedade e Controle

O artigo de Morck, Shleifer e Vishny (1988) constitui uma das primeiras verificações empíricas sobre a teoria da estrutura de propriedade e controle iniciada por Jensen e Meckling, servindo como ponto de partida para um grande número de trabalhos empíricos na mesma linha. O estudo é importante por comprovar uma das principais hipóteses, a denominada “Hipótese de Monitoramento Eficiente”, de que uma maior parcela de ações detidas pelo principal acionista estaria ligada a uma menor expropriação dos ativos da empresa pelos gestores, com a consequente melhoria no desempenho da organização.

Os resultados encontrados pelos autores mostram um aumento no valor de mercado das empresas em função de um maior número de ações em posse dos administradores (altos executivos e conselheiros de administração), sugerindo uma possível convergência de interesses entre acionistas e executivos e menores custos de agência. O estudo abordou ainda a questão do tipo de controle, obtendo evidências de uma menor valorização de empresas antigas dirigidas por membros de família fundadora, em relação a empresas dirigidas por profissionais de gestão contratados.

Os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988) são absolutamente complementares, enquanto o primeiro desenvolve um modelo conceitual da estrutura de propriedade com base nos conflitos de agência inerentes a qualquer companhia, o segundo testa empiricamente as previsões do primeiro, encontrando resultados relevantes que foram posteriormente incorporados para a formulação de teorias mais robustas.

Ambos os artigos corroboram com a ideia, de que há um maior alinhamento de interesses na medida em que os tomadores de decisão do negócio são proprietários de um maior percentual de ações da empresa. Entretanto, um resultado interessante encontrado por Morck, Shleifer e Vishny (1988) é que um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência de entrincheiramento dos gestores, causando impacto negativo no valor da empresa.

Esses estudos, portanto, representaram o ponto de partida para uma fecunda linha de pesquisa que visa avaliar o impacto da estrutura de propriedade e controle sobre o valor das empresas. Mais recentemente, novos estudos realizados na área passaram inclusive a questionar a existência de alguma influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor corporativo, argumentando que a alocação das ações entre os acionistas seria na verdade o resultado de diversas características corporativas, e não somente do grau de concentração do capital (SAITO; SILVEIRA, 2008).

A concentração do capital possibilita aos grandes acionistas influenciar nas principais decisões da empresa, com interesse no máximo desempenho da organização e na implementação de mecanismos de controle dos administradores. Desta maneira, podem estabelecer normas e processos gerenciais, privilegiar contratos baseados em produtividade e definir o sistema de remuneração dos profissionais contratados. Com isso, farão valer seus direitos, ao invés de possuírem estratégias de saída¹⁷.

A influência que a estrutura de propriedade e controle pode ter nas organizações compreende ainda uma série de outros fatores, como (i) a liquidez da propriedade, que interfere na preferência temporal dos proprietários e o comportamento dos investimentos das companhias; (ii) as estruturas de propriedade integradas (hierarquias), que podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos; (iii) a emissão de múltiplas classe de ações, de forma a segregar

¹⁷ A possibilidade de desfazer o investimento realizado, com base em cláusulas contratuais específicas de saída.

o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa de dividendos; e (iv) a identidade dos proprietários, que também é um componente relevante, visto que é um indicativo de suas prioridades, como por exemplo as empresas controladas pelo governo (Estatais) que seguem, em boa medida, diretrizes políticas.

Neste contexto, Berle e Means (1932), Morck, Shleifer e Vishny (1988), Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997), La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2002), dentre outros importantes estudos, contribuíram para o desenvolvimento de uma corrente teórica voltando unicamente para a análise da estrutura de propriedade e controle das empresas modernas. No Brasil, o tema ganhou destaque na literatura acadêmica após o processo de abertura comercial e privatizações ocorridas no país na década de 90, e principalmente com a recente maturação do mercado de capitais, que expandiu a disponibilidade de dados e informações para as verificações empíricas. Dentre as principais obras nacionais, destacam-se os estudos de Siqueira (1998), Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002), Schnorrenberger e Procianoy (2002), Silveira *et al.* (2004), Andrade e Rosetti (2004), Okimura (2003), Okimura, Silveira e Rocha (2004), Dami, Rogers e Ribeiro (2007), Saito e Silveira (2008), entre outros.

2.2.3 Determinantes do grau de concentração do capital

Com base nos estudos de Jensen e Meckling (1978) e Morck, Shleifer e Vishny (1988), estudos posteriores se concentraram na análise das principais causas e consequências do grau de concentração acionária nas empresas, evidenciando o comportamento dos agentes e o desempenho das organizações frente a mudanças de controle. Dentre as principais causas que determinam o grau de concentração, Demsetz e Lehn (1985) destacam a (i) instabilidade do mercado, (ii) porte da empresa e (iii) estrutura de capital.

A instabilidade de mercado pode exercer influência sobre a concentração da propriedade, visto que a excessiva volatilidade nos resultados econômico-financeiros evidenciados em algumas empresas causa um ambiente de imprevisibilidade quanto aos reais ganhos de longo prazo. Uma elevada oscilação da rentabilidade durante certo período poderia proporcionar o aumento do conflito entre administradores e proprietários e provocar, por conseguinte, uma mudança na estrutura de propriedade (SIQUEIRA, 1998).

No que tange o porte (tamanho), as companhias que detêm um grande número de ativos podem ter elevados custos de capital com alto

risco de manutenção do grau de concentração do controle acionário, em razão da aversão ao risco dos investidores. Além disso, grandes empresas estão normalmente mais expostas aos analistas de mercado, bem como sujeitas às medidas governamentais regulatórias e de defesa da concorrência, os chamados custos políticos. Assim, grandes empresas tenderiam a apresentar uma baixa concentração da propriedade.

O nível de endividamento também pode ter impacto sobre o grau de concentração acionária, já que o aumento do capital próprio investido na empresa, segundo Pedersen e Thomsen (1997), frequentemente vem acompanhado pela redução da concentração da propriedade das empresas, devido ao objetivo de compartilhar os riscos dos acionistas majoritários. Contrariamente, o aumento no uso de capital de terceiros pode ter efeito positivo sobre a concentração acionária, pois, segundo Silveira (2002), quanto maior os investimentos específicos em plantas de grandes escalas, maior deverá ser a concentração do controle.

Outro ponto importante é a influência de características específicas da empresa, como o tipo de acionista controlador e a origem do capital, sobre determinadas decisões, atribuindo aspectos culturais, sociais e econômicos na condução do negócio. Para Okimura (2002), dentre os tipos mais relevantes, estão o indivíduo ou família controlador, o investidor institucional (fundos de pensão), a instituição financeira (bancos, seguradoras, etc.), o governo (empresas estatais), e os grupos de investidores (*holdings* corporativos, empresas que detêm participações em outras empresas nacionais ou estrangeiras).

O controle familiar, segundo La Porta *et al.* (1999), muitas vezes faz com que os interesses da família sejam colocados acima dos interesses dos demais acionistas, o que as tornam menos atrativas a novos investidores. Por outro lado, a presença de uma família controladora permite um maior monitoramento da administração através de seus membros, reduzindo o custo de agência, como sugere Fama e Jensen (1983).

Já as instituições financeiras parecem muitas vezes preferir a liquidez de suas posições, levando a tomarem parcela menor ou um papel secundário no controle, reduzindo o controle sobre a administração (COFFEE, 1991). Em países como o Japão, segundo La Porta *et al.* (1998), as instituições financeiras no papel de controladoras permitiriam um comprometimento maior com investimentos de longo prazo, através de fluxos de capital garantidos a custos menores e sem restrição.

Existem ainda empresas controladas por investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão, fundos de

investimento e sociedades seguradoras. Responsáveis por movimentar volumes significativos no mercado financeiro, com carteiras de investimentos expressivas, apresentam um maior monitoramento da gestão, vantagens de escala em suas operações, com um foco no longo prazo, e tendem a aceitar maiores riscos, desde que recompensados adequadamente.

Em relação ao papel do governo como controlador, a literatura é mais condizente com um papel de ineficiente, com controle muitas vezes político e objetivos pouco claros e definidos. Os direitos de propriedade são exercidos em algum nível burocrático com vagos incentivos para melhorar o desempenho operacional, assim como a inexistência de incentivos internos de remuneração aos executivos.

Já as empresas controladas por grupos privados estrangeiros, segundo Okimura (2003), podem apresentar vantagens tecnológicas no negócio e vantagens provenientes de sua ligação com a matriz no exterior, como fluxo de caixa, garantias e relações comerciais e bancárias, tendo um maior controle e dinamismo de suas finanças. A origem do capital também tem valor relevante, visto que empresas provenientes de economias mais desenvolvidas¹⁸ tendem a apresentar um maior conhecimento gerencial e capacidade técnica de detecção de oportunidades, tornando-as mais atrativas a novos investimentos, quando se comparado a empresas de países menos desenvolvidos.

Em outra abordagem, a Estrutura de Propriedade seria determinada em reação ao ambiente em que se encontra, do ponto de vista de proteção legal ao investidor. La Porta *et al.* (1999) argumentam que em ambientes de baixa proteção, a única forma de equilibrar os interesses seria a existência de um acionista controlador, o que permitiria a sinalização aos investidores externos do comprometimento da empresa com o não desvio dos ativos.

A configuração do aparato legal e institucional do país determina as bases para o tratamento de acionistas minoritários, que visam assegurar que sua vulnerabilidade não seja explorada. Desse modo, a concentração acionária ou a dispersão da propriedade e a predominância de conflitos entre administradores e acionistas ou entre acionistas controladores e não controladores seria decorrente do nível de proteção legal existente no ambiente da empresa.

La Porta *et al.* (1999) constataram que a concentração da propriedade das ações nas grandes companhias listadas no mercado está

¹⁸ Principalmente se tratando do estágio de evolução legal e institucional do mercado de capitais.

negativamente associada a proteção ao investidor, coerente com a hipótese na qual a pequena diversificação de acionistas é menos relevante em países que falham em proteger os direitos dos acionistas. Além disso, os autores concluíram que bons padrões contábeis e medidas de proteção aos acionistas são associados a uma baixa concentração de propriedade, indicando deste modo que a concentração é de fato efeito de uma fraca proteção ao investidor.

2.2.4 Consequências do grau de concentração do capital

Já outra parte dos estudos em Estrutura de Propriedade e Controle concentrou-se sobre os efeitos e as consequências, investigando as vantagens e desvantagens de se manter o capital mais ou menos concentrados nas organizações. Desse modo, podem ser divididos entre (iv) benefícios e (v) custos do grau de concentração, para o desempenho e o valor das empresas.

Para Shleifer e Vishny (1986), a propriedade difusa tende a produzir um baixo monitoramento sobre as decisões administrativas, o que torna difícil aos proprietários a coordenação de suas ações de forma eficiente. Assim, grandes acionistas seriam incentivados a arcar com os custos de monitoramento, a fim de assegurar os direitos sobre a propriedade e proporcionar ganhos maiores que os custos associados à sua aplicação. Nesse caso, a presença de grandes acionistas poderia mitigar o problema de *freerider*¹⁹ e assim reduzir os custos de agência de uma possível divergência de interesses com a administração.

Segundo os autores, dentre os principais benefícios do grau de concentração do capital evidenciados, tem-se: (a) o maior alinhamento dos interesses de acionistas e gestores, contribuindo para a melhoria na eficiência das decisões gerenciais; (b) o aumento do monitoramento da gestão pelos grandes acionistas, reduzindo a possibilidade que desvios de conduta e abusos de poder venham a ser cometidos pelos gestores; (c) maior transparência das atividades da empresa, permitindo um maior acesso a informações importantes por parte dos investidores, levando a tomada de decisões mais eficientes, assim por diante.

Claessens *et al.* (2002) sintetiza os benefícios da concentração acionária como um “efeito alinhamento” entre proprietários e administradores, em que do aumento das ações detidas pelo acionista principal aumentaria também os incentivos ao monitoramento da gestão,

¹⁹ Pequenos acionistas se aproveitando da estratégia de monitoramento da gestão

do mesmo modo que os custos de expropriação da empresa. Logo, a presença de acionistas controladores nas organizações teria efeito restritivo sobre o oportunismo gerencial, com a consequente melhora no desempenho operacional.

Para La Porta *et al.* (1999), a existência de acionistas controladores nas empresas é uma tentativa das empresas de minimizar os conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional aos investidores. Segundo os autores, a concentração acionária poderia compensar a fragilidade das leis de proteção, permitindo que grandes acionistas exerçam seus direitos de controle para implementar medidas em prol da transparência, minimizando custos de uma possível divergência de interesses com a administração.

Em alguns casos por outro lado, a concentração do capital pode ter efeito prejudicial à empresa, visto que existe a possibilidade dos interesses de acionistas majoritários e controladores não estarem alinhados com os interesses de acionistas minoritários e preferencialistas. Nesta perspectiva, acionistas controladores poderiam desfrutar da sua posição estratégica de modo a exercer o controle sobre as decisões gerenciais para auferir ganhos privados.

A exemplos dessa prática, acionistas controladores poderiam expropriar a riqueza dos demais acionistas se utilizando de pagamentos de salários excessivos para si, da auto nomeação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo), da propensão à tomar investimentos mais arriscado, pois os custos de um possível prejuízo seriam compartilhados igualmente entre todos os acionistas, assim por diante (DAMI *et al.*, 2007).

Os custos associados à concentração acionária são sintetizados por Claessens *et al.* (2002) como um “efeito entrenchamento”, quando da posse e concentração de votos da empresa. O aumento da parcela de ações ordinárias da empresa detida pelo controlador faz com que o mesmo esteja menos dependente e sujeito às decisões do Conselho de Administração e a influência do mercado de Fusões e Aquisições. Assim, aumentaria o risco de expropriação dos ativos da empresa pelos grandes acionistas.

Andrade e Rossetti (2004) afirmam que os acionistas controladores frequentemente se utilizam de mecanismos que lhes confirmam o controle corporativo, cabendo destacar (i) as emissões de ações com direitos de voto limitados (ações preferenciais); (ii) a propriedade cruzada de ações de duas ou mais empresas, dificultando a perda de controle; e (iii) a estrutura piramidal, através de holdings que, por sua vez, detêm a propriedade de empresas-alvo objeto de controle.

Segundo os autores, a emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) é a forma mais usual de segregar o direito sobre o fluxo de caixa (retorno dos investimentos) e o direito de controle (decisões gerenciais) nas empresas. Desse modo, mesmo com uma quantidade pequena de participação no capital investido, grupos de acionistas conseguem exercer o controle sobre as organizações, impondo seus interesses e preferências pessoais na administração do negócio.

Quando o distanciamento entre o direito sobre a propriedade e o direito sobre o controle (chamado “Excesso do direito de voto”) apresenta níveis muito elevados, aumentam as chances do principal acionista tomar decisões com menor presença de minoritários, para atuar e pressionar e, portanto, facilitando a expropriação desses. Logo, o excesso de voto estaria ligado a um maior risco de expropriação de pequenos acionistas (efeito entrincheiramento).

Quando o acionista controlador detém também propriedade sobre o fluxo de caixa os incentivos a expropriação em benefício próprio tendem a diminuir, visto que o baixo desempenho da empresa afetaria os preços das ações no mercado e, conseqüentemente, o valor do capital investido. Portanto, da posse de ações preferenciais pelo acionista controlador reduz o risco de expropriação de pequenos acionistas (efeito alinhamento).

2.2.5 Estudos em Estrutura de Propriedade e Controle

Após o trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976), as primeiras pesquisas empíricas foram realizadas com dados de corporações norte-americanas. A partir da década de 90, surgiram trabalhos com resultados sobre o Japão, a Alemanha e o Reino Unido. Finalmente, a partir do ano 2000, surgiram diversas pesquisas sobre outros países desenvolvidos e também emergentes.

Dentre os estudos que trataram do sistema legal, destaca-se a pesquisa de La Porta *et al.* (1998), na qual se examinou a cobertura de regras legais de proteção aos acionistas e credores das corporações quanto a origem e qualidade de *enforcement* (cumprimento da lei) em 49 países, inclusive o Brasil²⁰. Os resultados encontrados sugerem que em

²⁰ Os países foram divididos de acordo com seu aparato legal de proteção ao investidor, reconhecendo em especial as duas formas tradicionais de como surgiram suas leis comerciais: o direito comum (*Common Law*), cuja origem é Inglesa, considerada mais forte, e o direito civil (*Civil Law*), que deriva do direito romano, considerada mais branda.

países com mecanismos menos eficientes de proteção as companhias tendem a apresentar uma maior concentração acionária, com a consequente perda no seu valor de mercado.

Os autores demonstraram ainda que, comum a estes países, há o predomínio de empresas sob controle familiar ou estatal, e no caso das empresas familiares, com alto grau de separação entre propriedade e controle. Contrariamente, em países de melhor proteção ao acionista, as companhias tendem a apresentar uma maior dispersão da propriedade, permitindo a redução do risco do investimento, aumentando a competitividade destas empresas no mercado.

Com base nos efeitos de alinhamento e entrincheiramento, apresentados na seção anterior, Claessens *et al.* (2002) abordaram o ambiente empresarial norte-americano e em oito países da Ásia Oriental, em virtude das divergências legais existentes. Os autores constataram que em determinados mercados, menos desenvolvidos, predomina o efeito alinhamento, em compensação ao efeito de entrincheiramento.

Já o estudo de Bozec *et al.* (2007) buscou investigar o mercado de capitais canadense, evidenciando que a maior concentração da propriedade nas empresas do país leva a um melhor acompanhamento da gestão, reduzindo os benefícios de se ter um Conselho de Administração forte. Do mesmo modo, diversas outras pesquisas buscaram desenvolver o campo da Estrutura de Propriedade, com questões acerca dos diferentes ambientes legais de proteção ao investidor, benefícios privados de controle, assim por diante.

Dando continuidade a literatura estrangeira, estudos nacionais se concentraram primeiramente na investigação dos mecanismos de controle direto, como o grau de concentração. Leal *et al.* (2002) evidenciaram que as empresas brasileiras possuem um elevado grau de concentração do capital com direito de voto. Carvalho da Silva e Leal (2003), Silveira *et al.* (2004) e Okimura *et al.* (2007) identificaram uma relação negativa, embora não muito significativa, entre concentração do direito de voto e o valor de mercado das empresas.

Os estudos indicam que o controle das empresas de capital aberto no país é dominado em média pelos três maiores acionistas, sendo mantida, segundo Andrade e Rossetti (2004), uma participação superior a 80% do capital votante na maioria das grandes empresas. A forte concentração da propriedade das empresas brasileiras traz, como um de suas consequências negativas, uma menor proteção ao acionista minoritário.

Com isso a separação do controle acionário e do controle de decisão não é a questão de agência mais relevante no contexto brasileiro,

mas sim o conflito entre acionistas controladores e minoritários. Quando poucos acionistas controlam o capital das companhias, uma reação justificável de proteção aos minoritários é tornar os dividendos obrigatórios, como ocorre no Brasil.

A emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) pelas empresas é abordada nas pesquisas nacionais, por ser um importante mecanismo de controle utilizado nas empresas brasileiras. A prática busca segregar o direito sobre o fluxo de caixa e o direito de controle, reforçando o grau de concentração do controle. Carvalhal da Silva (2004) constatou que, embora as empresas nacionais apresentem uma alta concentração de ações com direito a voto (ações ordinárias), a estrutura de propriedade indireta (concentração do total de ações) nestas empresas é mais diluída.

Com base na diferença do direito de controle e do direito sobre o fluxo de caixa em posse dos acionistas controladores, Silveira *et al.* (2004) evidenciaram uma relação negativa entre o excesso do direito de voto e o valor de mercado da empresa. Os resultados, apesar de não conclusivos, sugerem que a adoção da regra de “uma ação – um voto” pode contribuir para a maximização do valor da empresa.

Concluem que, no Brasil, pela enorme quantidade de ações preferenciais em negociação no mercado, há na prática uma separação entre investidores que procuram o controle (minororia), e aqueles que priorizam os fluxos de caixa de dividendos. Essa situação tende a potencializar os conflitos entre majoritários e minoritários, aumento o risco de expropriação dos últimos pelos primeiros.

Outra questão recorrente nas pesquisas nacionais é o uso de pirâmides, como forma de controle indireto às organizações. A estrutura piramidal permite que grandes grupos de investidores controlem empresas de uma mesma cadeia produtiva, ganhando em eficiência e produtividade. Rabelo e Coutinho (2001) mostram que mais da metade das empresas no Brasil, que tem famílias como acionista controlador, usa pirâmides em suas estruturas de propriedade.

Quanto à identidade dos controladores, Siffert Filho (1998) afirma que o mercado de capitais brasileiro evidenciou recentes transformações relativas à mudança de perfil do acionista controlador, em decorrência principalmente da abertura econômica e do processo de privatizações ocorridas no país na década de 90. Embora, para Okimura *et al.* (2004), a estrutura de propriedade das companhias brasileiras tenha se mantido concentrada, principalmente nas mãos de grupos familiares e, mais recentemente, de grupos privados estrangeiros.

De um modo geral, as pesquisas nacionais com foco na Estrutura de Propriedade têm sido condizentes com o preconizado pela Teoria da Agência e as boas práticas de Governança Corporativa quanto à relativa melhora no desempenho das empresas. Nesse sentido, a concentração do capital se mostra um importante mecanismo de controle interno às organizações brasileiras, visto que, apesar do recente processo de maturação do mercado de capitais do país, a presença de grandes acionistas tem contribuído, juntamente com as políticas regulatórias, para a redução das ineficiências do mercado.

2.3 TEORIA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

2.3.1 Contabilidade e o mercado de capitais

O objetivo fundamental da Contabilidade é prestar informações relevantes das entidades para seus diversos usuários. Em virtude do ambiente de incerteza, a informação contábil contribui para a redução da assimetria informacional entre os agentes econômicos, permitindo uma tomada de decisão mais eficiente no mercado. Assim, quanto maior a capacidade da contabilidade de reduzir a assimetria de informação, maiores serão a sua utilidade e sua capacidade informacional.

Com o crescimento da dimensão e complexidade das atividades empresariais, a informação tornou-se indispensável à eficiência das transações econômicas na medida em que, garantindo a credibilidade do processo, permite os agentes escolher a melhor alternativa que maximize seus benefícios pessoais. Administradores, por exemplo, a utilizam para a tomada de melhores decisões de investimento e financiamento para a organização. Investidores, credores e demais usuários buscam com base nos relatórios contábeis julgar o desempenho da gestão e da organização, além de monitorar a elaboração e execução de contratos.

Na ausência de níveis suficientes de informação, os agentes podem acabar priorizando investimentos ou empresas diferentes daquelas que permitiriam a maximização do retorno para o capital investido. Desse modo, tornou-se mais que oportuno a investigação do conteúdo informacional das divulgações contábeis das empresas e a análise da utilidade e relevância da Contabilidade para a tomada de decisão dos usuários.

Até meados da década de 60, a teoria contábil era predominantemente normativa, com um campo teórico atrelado unicamente aos objetivos da Contabilidade de refletir as atividades econômicas das empresas. Basicamente, a avaliação era fundamentada

em raciocínio lógico e dedutivo, existindo pouca ênfase na validação empírica (KOTHARI, 2000).

A partir do desenvolvimento teórico em Finanças, em particular da Teoria da Eficiência de Mercado²¹, tornou-se possível à realização dos primeiros estudos empíricos sobre o conteúdo informacional dos números contábeis. Ball e Brown (1968) argumentam que a hipótese de eficiência de mercado faz com que o comportamento dos preços das ações possa ser utilizado como um teste do conteúdo informacional das informações contábeis. Se o ajuste de preços à informação nova ocorre tão logo ela se torne disponível, as mudanças nos preços das ações refletem o fluxo de informações para o mercado.

A primeira pesquisa com a finalidade de encontrar evidências sobre o impacto da Contabilidade sobre as características dos ativos das companhias foi desenvolvida pelos professores Ray Ball e Philip Brown, em 1968, na qual foi analisada a influência dos lucros sobre os preços das ações negociadas na Bolsa de Nova York. Os resultados encontrados mostram essencialmente que os preços das ações variam na mesma direção dos lucros contábeis, sugerindo a existência de uma relação iminente entre a informação contábil divulgada e o comportamento do mercado de capitais.

O estudo de Ball e Brown serviu de base para uma série de outras pesquisas com base na reação do mercado de capitais diante das informações contábeis, particularmente o lucro, verificando se variáveis contábeis publicadas nos balanços influenciavam o preço das ações das empresas. Com a realização deste estudo, em 1968, Ball e Brown provocaram o início da pesquisa de contabilidade em mercado de capitais, desde esta data, uma extensa e diversificada literatura²² foi desenvolvida a fim de investigar empiricamente a relação entre lucros e preços das ações (KOTHARI, 2000).

Apesar do grande número de trabalhos realizados sobre o tema, as evidências encontradas não indicam a existência de uma correlação perfeita entre o lucro e o preço das ações. De uma maneira geral, os resultados mostram que, apesar de seguirem na mesma direção, lucros e preços das ações apresentam variações com intensidades diferentes. Para Hendriksen e Van Breda (1999), parte do motivo está no fato de que os

²¹ Na definição clássica dessa hipótese, mercados eficientes são aqueles em que o preço dos ativos negociados sempre reflete inteiramente as informações disponíveis sobre os mesmos (FAMA, 1970).

²² Beaver (1968); Foster (1975); Beaver, Clarke e Wright, (1979); Grant (1980); Watts e Zimmerman, (1986); Ball e Kothari (1991), entre outros.

preços captam o impacto de um conjunto de informações muito mais amplo do que o representado apenas pelos lucros contábeis.

As evidências encontradas servem como suporte para a construção de hipóteses de pesquisa que abordam as influências do mais diversos tipos de fatores sobre a relação entre lucros e preços. Entre esses diversos elementos podem ser considerados aqueles presentes no ambiente econômico, como o nível das taxas de juros e o grau de liquidez do mercado, ou aqueles presentes no ambiente governamental ou estrutural da contabilidade, como a regulamentação e o nível de carga tributária.

No Brasil, as pesquisas sobre o conteúdo informacional da contabilidade no mercado de capitais se deu no início dos anos 90, com Leite e Sanvicente (1990). Embora tenha sido somente a partir dos anos 2000 com a consolidação do mercado de capital no país que se observou um crescimento significativo dos estudos sobre o conteúdo informativo das demonstrações financeiras (PEREIRA; GUIOTI; COSTA JÚNIOR, 2003; ANTUNES; PROCIANOY, 2003; LIMA; TERRA, 2004; MARTINEZ, 2005; ALENCAR; DALMACIO, 2006; MENDONÇA NETO; RICCIO GALDI; LOPES, 2008).

O mercado de capitais brasileiro possui características próprias e muito diferentes dos mercados desenvolvidos, o que pode provocar a perda da importância da contabilidade e levar a encontrar resultados diferentes daquelas esperadas pela teoria. Entre as principais características destacadas pela literatura encontram-se a pouca proteção aos acionistas minoritários, a concentração do capital votante, o excesso de regulamentação, fontes de financiamento e a participação do Estado na economia (LOPES, 2012).

Por meio de pesquisas sobre a utilidade e a importância da contabilidade no mercado de capitais, em específico no mercado de capitais brasileiro, é possível identificar as falhas e orientar as ações futuras para melhorar o conteúdo informacional dos relatórios divulgados das empresas. Nesse sentido, a compilação dos estudos já realizados no mercado brasileiro e as respostas encontradas contribuem para o avanço da pesquisa financeira-contábil e a formulação de políticas pelos organismos reguladores nacionais.

2.3.2 Qualidade do Lucro

O lucro ou resultado do exercício é considerado a informação mais importante aos usuários, isto porque reúne em uma única medida uma série de informações valiosas a respeito da continuidade e

viabilidade das empresas. Hendriksen e Van Breda (1999) explicam que o lucro reporta a trajetória futura da empresa, servindo como medida de desempenho e orientação para decisões gerenciais, para prever lucros futuros e para avaliar o risco de investir na empresa ou mesmo para emprestar dinheiro.

Logo, o que torna a mensuração do lucro tão importante é a sua provável capacidade de predição. Os lucros líquidos de vários períodos podem ser úteis para a elaboração de predições a respeito das operações futuras da empresa, dos lucros e dividendos futuros, dos preços futuros das ações, de informações quanto à solvência ou outras características relevantes a decisões sobre relações com a empresa, bem como com a suposição de que o lucro deve estar intimamente associado a fluxo de caixa ou fundos.

Os lucros contábeis devem conter determinadas características ou atributos da informação contábil que permitam aos diversos usuários a utilizarem para atender suas necessidades informacionais. De acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), a informação contábil deve proporcionar revelação suficiente sobre a situação da entidade, de modo a facilitar a concretização dos propósitos do usuário, revestindo-se de atributos entre os quais são indispensáveis.

QUADRO 2 – Atributos desejáveis à informação contábil

<i>Compreensibilidade</i>	É essencial que as informações apresentadas nas demonstrações contábeis sejam prontamente entendidas pelos usuários
<i>Relevância</i>	As informações são relevantes quando podem influenciar as decisões econômicas dos usuários, ajudando-os a avaliar o impacto de eventos passados, presentes ou futuros ou confirmando ou corrigindo as suas avaliações anteriores.
<i>Materialidade</i>	Uma informação é material se a sua omissão ou distorção puder influenciar decisões econômicas dos usuários, tomadas com base nas demonstrações contábeis.
<i>Confiabilidade</i>	A informação deve estar livre de erros ou vieses relevantes e representar adequadamente aquilo que se propõe a representar.
<i>Representação adequada</i>	Deve representar adequadamente as transações e outros eventos que ela diz representar
<i>Primazia da essência sobre a forma</i>	É necessário que as transações e eventos sejam contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica, e não meramente sua forma legal.

<i>Neutralidade</i>	A informação contida nas demonstrações contábeis deve ser imparcial
<i>Prudência</i>	Consiste no emprego de um certo grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, no sentido de que ativos ou receitas não sejam superestimados e que passivos ou despesas não sejam subestimados.
<i>Integridade</i>	A informação constante das demonstrações contábeis deve ser completa, dentro dos limites de materialidade e custo.
<i>Comparabilidade</i>	A mensuração e apresentação dos efeitos financeiros de transações semelhantes e outros eventos devem ser feitas de modo consistente pela entidade, ao longo dos diversos períodos, e também por entidades diferentes.
<i>Limitações ao princípio da relevância e confiabilidade das informações</i>	
<i>Tempestividade</i>	Para atingir o adequado equilíbrio entre a relevância e a confiabilidade, o princípio básico consiste em identificar qual a melhor forma para satisfazer as necessidades do processo de decisão econômica dos usuários.
<i>Equilíbrio entre custo e benefício</i>	Os benefícios decorrentes da informação devem exceder o custo de produzi-la
<i>Equilíbrio entre características qualitativas</i>	O objetivo é atingir um equilíbrio apropriado entre as características, a fim de satisfazer aos objetivos das demonstrações contábeis.
<i>Visão verdadeira e apropriada (true and fair view)</i>	A aplicação das principais características qualitativas e de normas e práticas de contabilidade apropriadas normalmente resultam em demonstrações contábeis que refletem aquilo que geralmente se estende como apresentação verdadeira e apropriada das referidas informações.

Fonte: CPC (2008, p. 10-15)

Coelho (2007) afirma que, quando os interesses dos contratantes estão sujeitos ou dependentes dos lucros produzidos, há uma assimetria importante na apreensão dos resultados pelos diversos grupos. Por exemplo, quando a remuneração de gerentes está indexada a conceitos de lucros ou retorno acionário, haverá incentivo para que eles gerenciem os resultados, com oportunismo a seu favor, em detrimento dos outros direitos sobre os resultados.

Como usualmente a base contratual é o lucro, um atributo essencial do lucro contábil para grupos concorrentes, segundo o autor, será a parcimônia com que serão registrados ganhos econômicos esperados e a oportunidade com que será antecipado o reconhecimento de perdas econômicas estimadas. Ademais, o lucro publicado deve ser

passível de verificação pelo público externo, uma vez que o conflito entre principal, agentes e fornecedores de recursos requer que as informações contábeis sejam observadas.

Portanto, a qualidade do lucro, ou, de uma forma mais geral, a qualidade das demonstrações contábeis, é de interesse para aqueles que utilizam as demonstrações contábeis para propósitos contratuais e para tomada de decisão de investimentos. Na literatura, a presença de indícios de qualidade é testada empiricamente, tendo como base para avaliação as seguintes dimensões: (i) o conservadorismo, (ii) as previsões dos analistas e (iii) o gerenciamento de resultados (*Earnings Management*).

Pesquisadores conceituam o conservadorismo como o reconhecimento enviesado das más notícias, isto é, a tendência maior da contabilidade em reconhecer perdas do que os ganhos. Segundo Lopes (2001), a ideia é fornecer informações mais confiáveis aos investidores por intermédio de demonstrações que não sejam excessivamente otimistas.

Estudos, tal como Ball, Kothari e Robin (2000) e Lara e Mora (2004), têm mostrado que a utilização do princípio do conservadorismo pode gerar lucros reportados de baixa qualidade e perda na comparabilidade dos resultados, uma vez que não há padrões uniformes para sua implantação. Nesta abordagem, a prática conservadora foca na subavaliação dos resultados reportados.

A qualidade das informações também pode ser verificada com base nas previsões dos analistas sobre o mercado, em particular sobre os preços das ações. A partir dos demonstrativos contábeis divulgados, os analistas de mercado realizam projeções e inferências com o objetivo de fazer tendências futuras e auxiliar os investidores na aplicação de seus recursos em empreendimentos que indiquem desempenho futuro satisfatório, isto é, que sejam capazes de gerar dividendos e ganhos de capital compatíveis com suas expectativas.

Os analistas de mercado desempenham um papel importante com suas previsões para as expectativas dos resultados das empresas, que direcionam os preços das ações. Kothari (2001) argumenta que as previsões dos analistas são mais acuradas que muitas das técnicas de análise usualmente utilizadas, embora tenham se relevado projeções bastante otimistas, apresentando geralmente resultados superavaliados.

Por sua vez, a prática de manipulação de dados contábeis, também chamado de gerenciamento de resultados, pela gestão reduz a qualidade das informações contábeis divulgadas pela empresa. Schipper (1989) define Gerenciamento de Resultados como uma intervenção

proposital no processo de elaboração e divulgação das informações contábeis, com o claro propósito de obter algum benefício particular.

Segundo Martinez (2001), diversos incentivos podem levar os gestores a reportar um resultado diferente àquele obtido pela empresa, como pelas pressões dos acionistas, expectativas de mercado, contratos de remuneração por produtividade, políticas regulatórias, planejamento tributário, assim por diante. A manipulação de dados contábeis reduz a percepção de lucro pelos usuários, afetando a eficiência da alocação de recursos no mercado.

A manipulação contábil é um assunto bastante controverso segundo Sancovschi e Matos (2003), visto que a organização atua em um ambiente de incerteza e sofre pressão dos diversos grupos de interesse, sejam eles investidores, credores ou organismos reguladores, levando o gestor a não ter outra alternativa a não ser gerenciar os resultados para atender as diversas expectativas. O autor afirma que tais decisões envolvem ainda valores e princípios éticos de cada um dos envolvidos, tornando o problema ainda mais complexo.

2.3.3 Gerenciamento de Resultados

A contabilidade financeira ganha um papel fundamental à eficiência do mercado de capitais, dado a importância da informação contábil para a precificação dos ativos. Nesse contexto, entidades governamentais ou de classe profissional emitem normas contábeis que visam melhorar a qualidade das informações e assegurar a credibilidade e a confiabilidade dos relatórios gerados pelas empresas.

Healy e Wahlen (1999) afirmam que a padronização contábil atribui neutralidade e comparabilidade as informações contábeis, permitindo que empresas de melhor desempenho na economia se diferenciem das com pior desempenho, facilitando a tomada de decisão pelos *stakeholders*. Notadamente, cabe ao gestor o dever de utilizar com competência os princípios contábeis para elaborar os relatórios de forma confiável e fidedigna a realidade da organização.

Com o objetivo melhorar os resultados reportados, o conjunto de normas contábeis admite certa flexibilidade no processo de escolha dos critérios de mensuração e evidenciação contábil, permitindo os gestores optarem por métodos contábeis mais adequados a natureza intrínseca do negócio. Diante disso, Lopes e Martins (2005) afirmam que a possibilidade de exercer discricionariedade nas escolhas contábeis permite aos administradores liberdade na mensuração do resultado da empresa, o que é conhecido como “Gerenciamento de Resultados”.

Ainda que o conceito de gerenciamento tenha uma conotação oportunística, segundo Schipper (1989), esta prática pode ser concebida sob duas perspectivas: a perspectiva informacional e a perspectiva do lucro econômico. Sob a perspectiva informacional, o gerenciamento tem a qualidade de relevar informação sobre o valor da empresa. O lucro é um dos mais sinais que podem ser usados para tomar certas decisões e julgamentos.

A perspectiva informacional do gerenciamento de resultado assume que os administradores têm informações privadas que podem ser usadas para melhorar a capacidade do lucro reportado em refletir o valor fundamental da empresa. Dessa forma, as escolhas contábeis devem estar associadas à melhoria da qualidade das informações divulgadas aos seus usuários, com transparência necessária a compreensão dos resultados, permitindo evidenciar a real situação econômico-financeira da empresa.

Já sob a perspectiva do lucro econômico, de acordo com Schipper (1989), a prática de gerenciamento visa distorcer propositalmente um número, como por exemplo, o lucro econômico. Neste caso, a discricionariedade é vista como uma tentativa oportunista do gestor de intervir intencionalmente nos processos contábeis, com a intenção de distorcer o resultado - o lucro econômico - da empresa e, com isso, atingir objetivos em benefício próprio.

Sob a perspectiva do lucro econômico, Schipper (1989) define o gerenciamento de resultados como uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular, oposto a um processo neutro de reportar os resultados contábeis. Para Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento ocorre quando os administradores utilizam julgamento nos relatórios financeiros enganar alguns stakeholders sobre o desempenho econômico da empresa ou para influenciar os resultados contratuais que dependem de números contábeis reportados.

Watts e Zimmerman (1990) argumentam que o gerenciamento se caracteriza como uma prática oportunística se os administradores escolhem exercer a discricionariedade para seu benefício *ex post*, e esta discricionariedade tem efeitos redistributivos de riqueza entre as partes de um contrato. Martinez (2001) explica que o gerenciamento de resultados tem como finalidade alterar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa. Assim, o que difere esta prática seria o seu uso com o objetivo de obter uma posição financeira, desempenho econômico ou fluxo de caixa específicos, levando a ineficiência de alocação de recursos no mercado.

A definição de Gerenciamento de Resultados divulgada pelo órgão regulador do mercado de capitais brasileiro é consistente com o entendimento da praticada pela academia, explícito nas definições dos autores anteriores. No ofício-circular, no qual a CVM manifesta a sua preocupação com a prática do gerenciamento, o órgão se refere à prática de gerenciamento como o julgamento arbitrário no processo de reportar as demonstrações financeiras, com o objetivo de influenciar ou manipular os números apresentados, ainda que dentro dos limites prescritos pela legislação contábil e fiscal.

Martinez (2001) observa que o gerenciamento de resultados contábeis é referido como uma prática legal, e não fraudulenta. Na verdade, opera-se dentro dos limites estabelecidos, entretanto nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade ao gestor, este realiza suas escolhas não em função do que dita à realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos que o levam a desejar reportar um resultado distinto.

Os administradores se utilizam das práticas de gerenciamento de resultados se houver incentivos e oportunidades. Os incentivos estão fortemente influenciados pelos benefícios do uso das práticas discricionárias, como, por exemplo, se os benefícios marginais são reduzidos, os administradores racionalmente não efetuarão o gerenciamento dos números contábeis. As oportunidades são influenciadas pelos aspectos institucionais, como, por exemplo, limites regulatórios, nível de monitoramento pelos diversos agentes econômicos (governamentais ou não) ou a existência de maiores ou menos chances dos usuários da informação contábil detectar as práticas de gerenciamento de resultados.

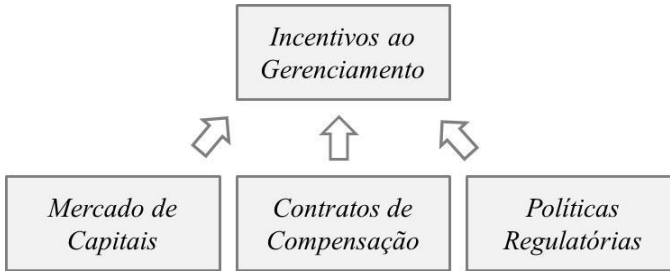
Porém, os incentivos e oportunidades de manipulação das informações contábeis são limitados pelos custos associados à prática de gerenciamento, como, por exemplo, a possibilidade de demissão do executivo responsável e até a perda da confiança dos investidores, levando a desvalorização extrema das ações da empresa. Logo, o gerenciamento de resultados será menor quando os custos associados excederem os benefícios do uso.

2.3.4 Incentivos ao Gerenciamento de Resultados

Nesta perspectiva, os primeiros estudos em gerenciamento de resultados tiveram como foco identificar os incentivos que levam administradores a gerenciar lucros nas empresas. Healy e Wahlen (1999) classificam a pesquisa empírica de acordo com três principais

incentivos: relacionados ao (i) mercado de capitais, (ii) contratos estabelecidos e (iii) políticas de regulação.

FIGURA 5 – Incentivos ao Gerenciamento de Resultados



Fonte: Elaboração própria, com base em Martinez (2001).

Para Healy e Wahlen (1999), o amplo uso das informações contábeis pelos investidores e analistas financeiros para a precificação dos ativos no mercado de capitais pode criar incentivos aos gestores a gerenciar seus resultados. Uma vez que impacta sobre o desempenho de curto prazo das ações, o gerenciamento pode ser utilizado para influenciar tipos específicos de investidores, como os investidores institucionais com um percentual elevado da empresa investida, ou alterar o resultado em períodos específicos, como antecedendo uma operação de compra (MBOs) ou oferta pública de ações (IPOs)²³.

Além disso, os diversos fatores organizacionais e institucionais também podem influenciar a manipulação das informações contábeis. Estudos buscaram investigar a influência destas características, podendo destacar (a) a estrutura societária e do mercado de capitais, (b) a proteção ao investidor minoritário (não controlador), (c) nível de evidenciação obrigatória, (d) diferenças nas normas contábeis e (e) alinhamento do sistema contábil e tributário (PAULO, 2007).

Quanto aos incentivos contratuais, Healy e Wahlen (1999) afirmam que a própria existência de cláusulas explícitas e implícitas de compensação atua como fator de motivação à prática de gerenciamento. Os contratos se baseiam essencialmente na informação contábil, sendo

²³ Como no caso do Banco Panamericano (2008), em que os resultados foram inflados com o objetivo de elevar o valor da empresa antecedendo a oferta pública de ações (IPO).

utilizada para monitorar e regular o comportamento dos gestores pelos demais participantes.

Desse modo, o gestor recorre à prática de gerenciamento com o fim de superar expectativas de mercado ou atingir determinadas metas, que o levem a ganhar maiores benefícios ou até mesmo se manter no cargo. São exemplos de incentivos contratuais os contratos de dívida e os contratos de remuneração de executivos, como os planos de participação nos lucros (PPL) e *stock options*²⁴.

Por fim, outro incentivo ao gerenciamento de resultado abordado remete aos efeitos da regulamentação sobre as empresas e os aspectos vinculados a custos políticos. Segundo os autores, os incentivos regulatórios surgem em decorrência do ambiente legal principalmente em setores industriais vulneráveis a consequências políticas adversas, como nos casos de investigação e intervenção de órgãos reguladores ou de subsídios e proteção tarifária dada pelo governo.

Assim, o gerenciamento seria utilizado, principalmente nas empresas de grande porte ou que apresentaram desempenhos extremos, no sentido de reduzir eventuais custos associados à maior exposição dessas empresas, os chamados custos políticos. Nestes casos, o gestor é levado a reduzir os lucros reportados a fim de minimizar a possibilidade de interferências regulatórias ou protecionistas.

Outro elemento de regulação, em especial, é a tributação sobre a atividade empresarial. Em muitos países, os impostos são baseados no lucro líquido do exercício de apuração, portanto os números contábeis, em particular o resultado, tem um papel relevante no planejamento tributário das empresas. No Brasil, grande parte dos tributos arrecadados é calculada com base no valor das receitas totais e não pelo lucro líquido do período, no entanto, evidenciou-se que em determinados casos a manipulação ocorreu na mensuração também destas receitas (PAULO, 2007).

2.3.5 Estratégias de Gerenciamento de Resultados

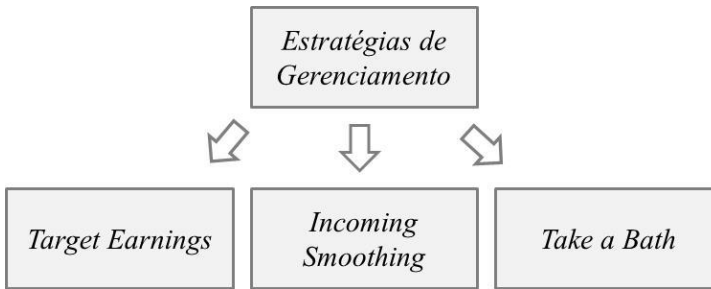
De acordo com as motivações envolvidas, várias estratégias de gerenciamento podem ser adotadas visando adequar o resultado a determinados objetivos. Por isso, autores em gerenciamento se concentraram na identificação das principais estratégias utilizadas pelos

²⁴ As *stock options* é uma forma de remuneração de gestores através de contratos de opções de compra de ações da própria empresa.

gestores nas organizações, na busca por padrões de comportamento que levassem a constatar a existência dos incentivos anteriormente descritos.

De acordo com Martinez (2001), as principais formas ou estratégias de gerenciamento de resultado são (i) a maximização ou minimização dos lucros (*Target Earnings*), (ii) a redução da variabilidade dos lucros (*Income Smoothing*) e (iii) a piora de resultados correntes, em prol de resultados futuros (*Take a Bath*).

FIGURA 6 – Estratégias de Gerenciamento de Resultados



Fonte: Elaboração própria, com base em Martinez (2001).

No *Target Earnings*, a discricionariedade é utilizada para aumentar ou reduzir o lucro contábil reportado de modo a atingir determinadas “metas” de referência da empresa ou pessoais, podendo ser acima ou abaixo do resultado real do período. Muitas vezes gestores são motivados pelas empresas a divulgar melhores resultados a fim de obter determinada posição financeira no mercado, permitindo, por exemplo, ter vantagens em negociações ou melhores condições de crédito junto a bancos e demais instituições financeiras. Uma melhora nos resultados também pode conceder aos gestores maiores benefícios pessoais, como uma maior remuneração nos contratos de trabalho por produtividade, uma promoção interna ou simplesmente por maior *status*.

Por outro lado, gestores podem ser levados a reduzir os resultados reportados das empresas em virtude de uma série de fatores, tais como: evitar perdas e manter a continuidade dos resultados, pagamento excessivos de dividendos, proteção de mercado (restrições alfandegárias), custos políticos, tributação, assim por diante. Desse modo, o gerenciamento será usado para reportar um resultado abaixo do

obtido pela empresa, a fim de minimizar possíveis efeitos sobre os resultados de longo prazo.

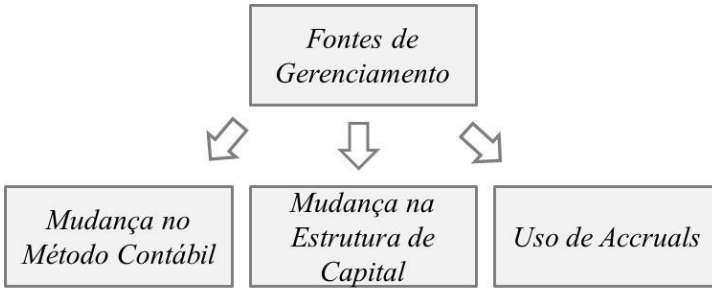
A imprevisibilidade proveniente de uma flutuação excessiva dos resultados reportados pela empresa gera incerteza no mercado em relação ao seu desempenho de longo prazo, aumentando assim os riscos associados ao investimento. Notadamente, a administração seria vista com desconfiança, podendo custar à permanência nos cargos daqueles profissionais. Desse modo, gestores tem se utilizado da estratégia de *Income Smoothing*, gerenciando os resultados para mantê-los em determinado patamar e reduzir sua variabilidade.

Em momentos de crise, por exemplo, o aumento da incerteza leva os gestores a reduzir os lucros reportados da empresa no presente, a fim de conter os impactos negativos nos resultados futuros. Nesse sentido, a manipulação dos resultados tem como objetivo reduzir lucros correntes, em prol de lucros futuros, o chamado *Take a Bath* ou *Big Bath Accounting*. Segundo Martinez (2001), as empresas gerenciam os seus resultados correntes piorando-os, tendo como propósito ter melhores resultados no futuro.

2.3.6 Fontes de Gerenciamento de Resultados

As primeiras escolhas envolvidas nas pesquisas em Gerenciamento de Resultados compreendem a fonte de gerenciamento a ser investigada, e a variável associada a ela, ou seja, a medida de comportamento discricionário sobre o lucro. As principais fontes de gerenciamento abrangem (i) a mudança no método contábil, (ii) a mudança na estrutura de capital e (iii) o uso de *accruals* (HEALY, 1985; SCHIPPER, 1989; JONES, 1991; WATTS; ZIMMERMAN, 1990; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

FIGURA 7 – Fontes de Gerenciamento de Resultados



Fonte: Elaboração própria, com base em Baptista (2008).

No processo de elaboração dos demonstrativos financeiros, os gestores podem por conveniência optar pelo método contábil que, para um mesmo exercício, reporta o melhor resultado da empresa ou que enfatiza determinados aspectos em detrimento de outros. De acordo com Healy (1985), as principais formas de gerenciamento mediante mudança no método contábil são o método de depreciação, método de reconhecimento de receita, método de contabilização por equivalência patrimonial e método de avaliação de estoques.

O gerenciamento pela mudança na estrutura de capital pode acontecer através do uso da dívida revogável e do *swap* de dívida por ação. A mudança na estrutura de capital pode ser determinada em termos de magnitude e *timing*, para modificar o lucro reportado em um único ou mais períodos (JONES, 1991). Nessa perspectiva, a percepção do resultado pelos usuários é alterada em virtude de uma mudança na política de endividamento, e não em decorrência de uma real valorização dos papéis da empresa.

No caso do gerenciamento mediante o uso de *accruals*, os gestores procuram modificar o *timing* do lucro reportado com base no regime de competência. Para Dechow (1994), os *accruals* (ou acumulações) têm um efeito compensatório sobre os efeitos transitórios dos fluxos de caixa, podendo ser utilizadas também como forma de gerenciamento. A prática produz uma valorização de curto prazo nas ações da empresa, afetando a percepção do resultado pelos usuários.

Nas operações usuais da empresa, sob o regime de competência, espera-se com frequência que sejam realizados lançamentos contábeis com natureza de *accruals*, cujo objetivo é mensurar o lucro no seu sentido econômico, aquele que representa efetivo acréscimo na riqueza patrimonial da unidade econômica, independentemente da

movimentação financeira. O volume de *accruals* reportado dependerá, muitas vezes, da natureza do negócio e de certas estimativas e avaliações que os gestores fizerem.

Cabe destacar que a diferença entre a contabilidade pelo regime de caixa e a contabilidade pelo regime de competência reside no momento (temporal) em que são reconhecidas receitas e despesas. No longo prazo, segundo Martinez (2001), os dois sistemas proporcionam o mesmo resultado, no entanto, o processo de reconhecimento de receitas e despesas criam diferenças no curto prazo, o que para muitos autores são oportunidades a prática do gerenciamento de resultados.

Os *accruals* agregam em uma única medida o efeito líquido de todas as escolhas contábeis feitas pelos gestores no processo de reportação do resultado, o que tem justificado o seu uso frequente nas pesquisas e sua ampla aceitação (WATTS; ZIMMERMAN, 1990). Desse modo, evidenciou-se na literatura estrangeira, e seguidamente na nacional, uma predominância de pesquisas em gerenciamento de resultados mediante o uso dos *accruals* como medida para a discricionariedade dos gestores.

2.3.7 Gerenciamento através de *accruals*

2.3.7.1 Composição do Lucro

Como vimos anteriormente, o lucro ou resultado do exercício é considerado por muitos autores como a informação mais importante da Contabilidade, isto porque reúne em uma única medida uma série de informações valiosas a respeito da continuidade e viabilidade das empresas. Analistas de investimentos acompanham o resultado reportado para apoiar suas estimativa ou rever suas previsões. Executivos podem ter bonificações atreladas ao lucro, sendo recompensados quando atingem expectativas de desempenho. Já credores usam o lucro como parâmetro para impor obrigações legais em seus contratos, para que assim possam monitorar a capacidade do devedor em cumprir os acordos firmados.

Embora seja amplamente utilizado, o lucro contábil não é uma medida com uma formulação padrão e isenta de erros ou vieses (CUPERTINO, 2012). A mensuração do lucro geralmente é afetada pelo padrão contábil aceito, assim como pelas formas de realização, vinculação, regime de competência, alocação de custos, dentre outras práticas contábeis, que podem variar conforme o país, o setor econômico ou a empresa em análise.

Dessa maneira, a falta de conhecimento dos componentes que integram o resultado pode levar a uma interpretação equivocada sobre ele, podendo impactar diretamente na distribuição de recursos no mercado. Por exemplo, uma análise ao se fixar unicamente no lucro, desprezando o comportamento de seus componentes, poderia direcionar investimentos para um ativo com alto (baixo) nível de *accruals*, desconsiderando o risco de superestimar (subestimar) o valor do ativo.

Consequentemente, a análise falha em reconhecer que o processo contábil é sujeito à discricção gerencial com impacto direto no resultado reportado. Nesse sentido, estudos anteriores evidenciaram oportunidades de ganhos anormais condicionadas unicamente ao exame dos componentes do lucro.

Vale lembrar que o lucro é diferente da geração de caixa da empresa em virtude de regras contábeis, como o princípio da competência, que determina que um evento seja registrado pelo seu efeito econômico, e não somente o financeiro. Baseado no regime de competência existe a possibilidade de uma transação de compra ou venda pela empresa se efetivar, sendo devidamente registrado nos balanços, sem de fato ter ocorrido à compensação financeira inerente àquela transação.

Nos casos de Receitas Provisionadas, por exemplo, a receita é auferida pela empresa, mas não há o pagamento efetivo pelo comprador. Ou seja, no momento da venda não há o incremento no caixa da empresa produtora do bem ou serviço, porém a receita é reconhecida contabilmente naquele exercício. Do mesmo modo, Despesas Provisionadas são aquelas em que os gastos são efetuados, mas não são efetivamente pagos pela empresa consumidora naquele exercício, vindo a ser pago em exercício posterior como acordado entre as partes.

Em geral²⁵, os recursos de uma transação a prazo não terão impacto imediato no fluxo de caixa, mas terá efeitos sobre o lucro do período. Visto isso, o resultado contábil reportado e o fluxo de caixa da empresa poderão ser diferentes em determinado exercício em razão de certas convenções contábeis, relacionadas à oportunidade e magnitude das receitas e despesas que não são necessariamente se baseiam em entradas e saídas de caixa (CUPERTINO, 2012).

Como vimos anteriormente, a diferença entre a contabilidade pelo regime de caixa e a contabilidade pelo regime de competência reside no aspecto temporal de reconhecimento de receitas e despesas. No longo

²⁵ Com exceção das despesas pagas antecipadamente e resultado de exercícios futuros.

prazo, os dois sistemas proporcionam o mesmo resultado, no entanto, o processo de reconhecimento de receitas e despesas criam diferenças no curto prazo, o que para muitos autores são oportunidades a prática do gerenciamento de resultados.

Tem-se, portanto, que no regime de competência o reconhecimento das receitas e despesas, bem como os relativos acréscimos ou decréscimos de ativos e passivos, tornam-se a base para mensuração do desempenho da empresa. Sendo assim, o lucro líquido²⁶ da empresa não será igual ao seu fluxo de caixa líquido²⁷, salvo em circunstâncias particulares.

A diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa resulta nas chamadas acumulações ou, como conhecido na literatura internacional, os *accruals*. Estes nada mais são que todas as contas de resultados que compõe o lucro, mas que não implicam em necessária movimentação financeira, sendo contabilizados com certa frequência nas operações das empresas. De acordo com Martinez (2001), o volume de *accruals* no resultado dependerá, muitas vezes, da natureza do negócio e de certas estimativas e avaliações que os gestores fizerem.

O objetivo principal do uso de *accruals* baseado no princípio da competência é de mensurar o lucro no seu sentido econômico, mesmo que não ocorra movimentação financeira. O que é importante visto sob a perspectiva informacional, já que se permite ter uma visão mais dinâmica sobre a situação econômico-financeira da empresa, evidenciando possíveis acréscimos ou decréscimos futuros sobre o patrimônio da entidade.

Sabe-se que o fluxo de caixa da empresa não é necessariamente um informativo sobre um período finito de tempo, havendo a necessidade de se efetuar provisões contábeis e registrar pagamentos e recebimentos antecipados (DECHOW, 1994). Logo, a medida pode se tornar enviesada, caso os números não antecipem problemas temporais e de confrontação entre receitas e despesas.

Por exemplo, uma venda a prazo no valor de R\$110 com vencimento no final do segundo período, que sabidamente será resgatada antecipadamente por R\$100 no período seguinte, pode ser registrada por R\$90 em uma perspectiva conservadora ou R\$110 em um enfoque agressivo. Em qualquer uma das duas situações, houve um viés de R\$10. Nesse sentido, por se basear-se muitas vezes em estimativas e

²⁶ Equivale ao lucro bruto menos as deduções de imposto de renda e de outras taxas que a empresa tenha que pagar.

²⁷ Valor das receitas totais menos os respectivos custos totais

provisões, os *accruals* são sujeitos a um alto nível de subjetividade e, por isso, podem ser consideradas medidas distorcidas dos benefícios futuros ou das obrigações que eles representam.

2.3.7.2 Modelos de estimação do Gerenciamento de Resultados

Observou-se na literatura estrangeira, e seguidamente na nacional, uma predominância de pesquisas em gerenciamento de resultados através de *accruals*, como medida para a interferência proposital dos gestores no processo de reportação do lucro. Segundo Watts e Zimmerman (1990), os *accruals* agregam em uma única medida o efeito de todas as escolhas contábeis, que alteram o valor do lucro reportado, o que justifica o seu uso frequente em pesquisas e sua ampla aceitação.

Nesta perspectiva, o problema do gerenciamento reside na discricionariedade por parte de gestores no aumento ou redução dos *accruals* nos resultados reportados por motivos alheios à realidade do negócio. As metodologias desenvolvidas pelos estudos em gerenciamento de resultados adotam uma forma geral de separação dos *accruals* totais (AT) em (1) componente não discricionário (AND), a parte não gerenciada, e (2) componente discricionário (AD), a parte gerenciada.

$$AD\ t = AT\ t - AND\ t$$

Em que:

AD t = Accruals Discricionários

AT t = Accruals Totais

AND t = Accruals Não Discricionários

Os *accruals* não discricionários (AND) se referem às adaptações contábeis orientadas para melhorar o potencial informativo dos valores divulgados, enquanto que os *accruals* discricionários (AD) se vinculam às modificações realizadas pelos gestores na busca de atingir determinadas metas. Nesse sentido, procura-se estimar os componentes não discricionários a partir de ajustes observados segundo o princípio da competência, e posteriormente calculando os componentes discricionários pela diferença.

O modelo de Jones (1991) é o modelo seminal na estimação do gerenciamento de resultados mediante o uso de *accruals* discricionários. A este modelo seguiram-se aperfeiçoamentos²⁸, cujo objetivo foi proporcionar melhor especificação e maior poder de precisão para as estimativas. A lógica por detrás é semelhante, procura-se estimar os *accruals* não discricionários com base em dados do balanço (respectivos acréscimos ou decréscimos no ativo ou passivo) e os *accruals* discricionários são dados pelos desvios em relação à média dos *accruals* totais (MARTINEZ, 2001).

No presente estudo a estimação dos *accruals* discricionários, como medida de gerenciamento de resultados, foi feita a partir do modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995). O modelo KS adota um número maior de variáveis em sua composição que se presume uma maior precisão estatística quanto às estimativas de gerenciamento, sendo o mais utilizado nas pesquisas nacionais conforme levantamento realizado por Baptista (2008).

2.3.8 Estudos em Gerenciamento de Resultados

Estudos sobre Gerenciamento de Resultados contábeis têm surgido em diversos países ao redor do mundo, principalmente naqueles cujos mercados de capitais evidenciaram grandes prejuízos em decorrência de tal prática. Os escândalos corporativos no início do século XXI, envolvendo fraudes contábeis em grandes companhias nos Estados Unidos, Europa e também no Brasil, serviram para reforçar o interesse do mercado e da academia sobre o tema.

Segundo Baptista (2008), os estudos empíricos em gerenciamento podem ser classificados com base no conhecimento gerado sobre o tema, até o momento, sistematizando os campos de pesquisa como forma de constituir um arcabouço a partir do qual é realizada a identificação de como os resultados das pesquisas contribuem para o monitoramento das práticas de gerenciamento. Os enfoques dos estudos, levantados pela autora, são: evidências, evidências associadas a eventos específicos, formas utilizadas, incentivos/motivações, elementos, consequências e modelos.

²⁸ Dentre os modelos evidenciados na literatura, destacam-se os modelos de Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Pae (2005).

FIGURA 8 – Pesquisas em Gerenciamento de Resultados



Fonte: Elaboração própria, com base em Martinez (2001).

Os primeiros estudos em Gerenciamento de Resultados no Brasil foram realizados por Martinez (2001), Fuji (2004) e Tukamoto (2004). O tema é recente na literatura nacional, no entanto já se observa um crescimento significativo de artigos, dissertações e teses na última década. De acordo com Rosa *et al.* (2010), o interesse dos estudos pela área de gerenciamento de resultados no país foi maior a partir de 2006, ano em que o número de artigos publicados cresceu consideravelmente.

Inicialmente, os estudos tiveram como foco trazer evidências sobre a existência de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras. Os resultados de Martinez (2001) sugerem que as empresas brasileiras de capital aberto gerenciam seus resultados, e o fazem para evitar reportar prejuízos, sustentar desempenho recente e evitar variabilidade nos resultados. Formigoni, Paulo e Pereira (2007) também encontraram evidências de gerenciamento de resultados nas empresas de capital fechado.

Pesquisas posteriores se concentraram na investigação do gerenciamento ao redor de eventos específicos, como antecedendo ofertas públicas domésticas de ações (IPOs), emissão de ADRs²⁹, lançamento de debêntures e divulgação do resultado do exercício.

²⁹ Um ADR (*American Depositary Receipt*) é um certificado de depósito emitido por bancos norte-americanos, representativos de ações de empresas sediadas fora dos Estados Unidos.

Dentre os principais resultados no campo, Martinez (2001) verificou que o gerenciamento é praticado principalmente no ano anterior ao lançamento de ADRs, de forma a elevar o preço das ações artificialmente. Já Paulo (2006) evidenciou que a prática é mais acentuada no ano anterior e posterior à oferta pública de ações.

Martinez e Faria (2007) encontraram que o gerenciamento ocorre no ano anterior e no ano do lançamento de debêntures. Paulo e Leme (2007) estudaram a relação entre a data de divulgação, no prazo, antecipada ou com atraso, do resultado do exercício e a prática do gerenciamento, não encontrando uma associação significativa entre as variáveis do modelo.

Outros estudos buscaram investigar as formas utilizadas no gerenciamento de resultados pelas empresas brasileiras, entre procedimentos contábeis, decisões operacionais, entre outros, como por exemplo, a recompra de ações. Martinez (2001) evidenciou que nas empresas brasileiras, bem com as instituições financeiras e conglomerados financeiros nacionais, o gerenciamento ocorre mediante o uso da conta provisão para créditos de liquidação duvidosa.

Rodrigues (2006) verificou posteriormente que a manipulação de dados contábeis pode ocorrer também com o uso das contas receitas e despesas não operacionais. Já Cardoso e Martinez (2006) encontraram práticas de gerenciamento mediante decisões operacionais, relacionadas ao nível de produção e despesas operacionais.

Existem ainda outras formas de gerenciamento evidenciadas na literatura, podendo destacar: o uso da contabilização de derivativos, o processo de recompra de ações, contas de despesas com depreciação, ativo diferido, amortização de ágio/deságio para investimento, provisão para perdas em investimentos, variações monetárias (cambiais), reservas de reavaliação, entre outros.

Os estudos sobre os incentivos/motivações buscam investigar as possíveis razões que levam gestores a reportar um resultado diferente do obtido pela empresa. Martinez (2001) encontrou que o gerenciamento é praticado em empresas de todos os setores da economia, com níveis de gerenciamento diferentes entre os setores. Já Almeida *et al.* (2006) não encontraram evidências de manipulação para todos os setores, porém pode-se observar diferentes níveis de gerenciamento.

Coelho e Lopes (2005) verificaram uma concentração de *accruals* ao redor da média para os setores em análise, indicando que para nenhum setor ou período específico houve ajustamentos contábeis de maior divergência em relação à amostra. Por fim, os resultados

encontrados por Cardoso (2005) sugerem que as políticas de regulação têm efeito incentivo às práticas de gerenciamento.

Outro campo de pesquisa buscou identificar os elementos que influenciam o gerenciamento de resultados nas empresas, inibindo ou estimulando de certa forma, como o grau de alavancagem, padrões contábeis, mecanismos de governança, processo de auditoria, assim por diante. Martinez (2001) encontrou que o nível de endividamento estimula a prática do gerenciamento nas empresas brasileiras. Já Coelho e Lopes (2005) não encontraram relação algum entre gerenciamento e estrutura de capital das empresas. Nardi *et al.* (2008) verificou que o custo de capital próprio e de terceiros das empresas brasileiras de capital aberto é influenciado pelo gerenciamento de resultados.

Lopes e Tukamoto (2007) e Lopes, Tukamoto e Galdi (2007) estudaram o impacto do USGAAP³⁰ e PCAB³¹ sobre a prática de gerenciamento de resultados. Em ambos os estudos, não houve indícios significativos sobre a relação entre padronização da contabilidade e manipulação de resultados. Ramos e Martinez (2006) e Cardoso *et al.* (2006) estudaram a influência dos mecanismos de Governança Corporativa sobre o gerenciamento, mas não encontram evidências significativas. Particularmente, Silveira (2006) não encontrou relação alguma entre a prática de gerenciamento e a remuneração através de opções (*stock options*). Já Martinez (2001) encontrou que a eficiência do Conselho de Administração tem impacto sobre o gerenciamento.

Em relação ao processo de auditoria, Martinez (2001) e Almeida e Almeida (2007) encontraram que o gerenciamento de resultados é significativamente menor em empresas auditadas por *Big Four*³². No entanto, não houve indícios sobre a relação com o tipo de auditoria, isto é, entre *Big Four* ou não. Ramos e Martinez (2006) evidenciaram que empresas que apresentaram parecer com ressalva na auditoria têm níveis maiores de gerenciamento, do que empresas com parecer sem ressalva.

Sobre o processo de *cross-listing*³³, Lopes e Tukamoto (2007) e Lopes, Tukamoto e Galdi (2007) não encontraram diferenças de médias das medidas de gerenciamento entre empresas emissoras ou não emissoras de ADRs. Os resultados encontrados sugerem que o processo

³⁰ Princípios e normas contábeis vigentes nos Estados Unidos

³¹ Práticas contábeis adotadas no Brasil

³² *Big Four* refere-se ao grupo das quatro grandes empresas de auditoria conhecidas mundialmente, a saber: *Price Waterhouse Coopers*, *KPMG*, *Ernst&Young* e *Deloitte Touche*. Antigamente denominava-se *Big Five*, tornando-o somente quatro com a saída da Arthur Andersen, em virtude das fraudes contábeis no caso Enron.

³³ Empresas que negociam ações em uma ou mais bolsas de valores estrangeiras

de *cross-listing* não exerce influência sobre o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras.

Ferri e Soares (2007) evidenciaram que empresas com investidores institucionais entre seus maiores acionistas, privilegiam políticas de curto prazo, em detrimento do longo prazo, comportamento que pode ser associado ao gerenciamento de resultado. Apesar do estudo não ter o foco em gerenciamento, os resultados vão de encontro aos encontrados por Martinez (2001).

Os estudos em Gerenciamento de Resultados também tiveram enfoque nos efeitos/consequências que a prática pode ter sobre as características dos ativos do mercado de capitais, como medidas de risco e retorno. Basicamente, os estudos mostraram que empresas com maiores níveis de gerenciamento são associados a maiores retornos no curto prazo, porém a menores retornos no longo prazo. Baptista (2007) encontrou também que o gerenciamento não tem impacto sobre a volatilidade dos retornos.

E, por fim, observaram-se os estudos sobre os modelos de investigação da prática do gerenciamento, bem como as propostas de aperfeiçoamento dos modelos já existentes e de aplicação dos modelos existentes. Cupertino (2012) comparou modelos de estimação de *accruals* no contexto brasileiro, evidenciando o modelo de Kang-Sivaramakrishnan (1995) como o mais adequado. As pesquisas de Paulo, Corrar, Martins (2006, 2007) e Formigoni, Antunes e Paulo (2007) propuseram um modelo que incorpora a análise do diferimento tributário do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social (CSLL) na investigação do gerenciamento. Já Cupertino e Martinez (2007) sugeriram um procedimento de revisão analítica para seleção de empresas para auditoria.

2.4 FUNDAMENTAÇÃO DAS HIPÓTESES

Conforme discutido anteriormente na Seção 2.1, a separação entre propriedade e controle nas empresas leva a um conflito de interesses entre proprietários e administradores. A partir de Jensen e Meckling (1976), o fundamento da teoria da agência decorre da celebração de um contrato (relacionamento de agência) em que o principal (acionistas) espera que o agente (administrador) tome decisões que atendam seus interesses.

Entretanto, as percepções de negócios e a propensão a riscos dos agentes nem sempre são coincidentes, podendo assumir diferentes

objetivos e atitudes perante as diversas decisões empresariais. Surge, então, a necessidade dos acionistas adotar estratégias de monitoramento sobre a gestão a fim de reduzir os riscos de expropriação.

De acordo com a visão contratual da firma, é impossível elaborar contratos perfeitos que garantam a não expropriação de recursos dos investidores e estabeleçam direitos e deveres compatíveis para os executivos. Assim, os mecanismos de governança corporativa são essenciais para minimizar o oportunismo gerencial.

Para Silveira (2002), a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência. Os mecanismos de governança buscam influenciar os tomadores de decisões, alinhando interesses entre as partes conflitantes, a fim de proteger e valorizar a organização, otimizando o retorno dos investimentos de longo prazo.

O objetivo básico da Governança Corporativa é o de oferecer maior transparência a todos os *stakeholders* e minimizar a assimetria de informações presente entre as diversas partes interessadas (administradores, acionistas, funcionários e credores). A maior transparência oferecida pelas boas práticas de governança corporativa leva também a uma redução do risco e, em consequência, do custo de capital da empresa.

Pelo princípio da transparência, a sociedade não se compromete somente com seus informes legais e obrigatórios³⁴, devendo atender também aos interesses e necessidades informacionais de todos os interessados. A prática da transparência torna as empresas mais confiáveis no mercado e, portanto, mais valorizadas. A grande contribuição da transparência está em evitar fraudes contábeis, práticas administrativas ocultas, decisões arbitrárias, abuso de poder e outras atitudes que coloquem em risco a ética e o patrimônio econômico da empresa e de seus acionistas.

Nos relatórios contábeis, a governança corporativa visa prover um processo neutro de elaboração dos demonstrativos financeiros, cujas escolhas contábeis sejam feitas com base nas características particulares do negócio, de modo a refletir a real situação econômico-financeira da empresa, e não por motivos alheios. A governança tem como papel

³⁴ As companhias de capital aberto precisam apresentar demonstrações financeiras trimestrais e anuais à CVM, consistentes com os padrões contábeis internacionais (IFRS). Exemplos: Informações Trimestrais (ITR), Demonstração Financeira Padronizada (DFP), Formulário de Referência, etc.

assegurar que as informações contidas estejam em conformidade com o sistema de contabilidade financeira, permitindo aos usuários externos fazer comparações entre alternativas viáveis e, assim, tomar as melhores decisões (BUSHMAN; SMITH, 2003).

Portanto, a governança corporativa estaria ligada ao aumento da qualidade das informações e do nível de transparência (*disclosure*) das empresas, resultando na conseqüente melhora da percepção dos resultados pelos usuários. Estudos têm mostrado que a presença de estruturas de governança nas empresas reduz o escopo do oportunismo do gestor frente às escolhas contábeis e o processo de elaboração dos relatórios, reduzindo práticas discricionárias com o Gerenciamento de Resultados (DECHOW *et al.*, 1996).

Sabe-se que a estratégia da gestão por monitoramento, prevista inicialmente por Jensen e Meckling (1976), pode gerar custos adicionais à empresa que nem todos os acionistas estariam interessados em arcar ou teriam disponibilidade de recursos para tal. Por isso, é adotada especialmente pelos grandes acionistas, que procuram influenciar nas decisões gerenciais como forma de reduzir o risco de expropriação e, assim, alcançar retornos adequados aos seus investimentos.

No caso, grandes acionistas teriam tanto o interesse na maximização do valor dos ativos, como o poder de controle sobre a empresa para ter os interesses dos investidores respeitados. Por este motivo, a estrutura de propriedade tem sido vista como um importante mecanismo de governança de controle interno das organizações, tendo um papel essencial na redução do conflito de agência e de assimetria informacional dentre das organizações.

Nesta perspectiva, à medida que aumenta a concentração das ações detidas pelo principal acionista ou grupo de acionistas, aumentam também os incentivos ao monitoramento da administração, e reduzem os custos do efeito *freerider*. Portanto, nas empresas com capital mais concentrado, o gestor é motivado a agir de acordo com os interesses do principal acionista, o que Claessens *et al.* (2002) denominaram de “efeito alinhamento” entre proprietários e administração.

Com base nisso, pode-se supor que a concentração do capital pode contribuir para eficiência das decisões gerenciais, inclusive na contabilidade empresarial. A informação contábil é parte essencial dos contratos estabelecidos com a empresa e é com base nela que todas as cláusulas de compensação e responsabilização são definidas. Desse modo, gestores são incentivados a fazer uma comunicação seletiva das informações, com o único propósito de atingir determinadas metas ou conseguir benefícios pessoais, mesmo com perdas à organização.

Visto que a propriedade dispersa oferece baixo monitoramento da gestão, dando maior liberdade à manipulação de dados contábeis pelos gestores, a presença de grandes acionistas surge como uma alternativa eficiente de controle nas organizações frente à discricionariedade nas escolhas contábeis e no processo de elaboração dos demonstrativos financeiros. Para grande parte da literatura internacional, a concentração do capital nas grandes empresas pode mitigar a prática de gerenciamento de resultados, uma vez que se reduz o escopo do oportunismo gerencial.

Estudos, como Rajgopal *et al.* (1999), Donnelly e Lynch (2002), Iturriaga e Hoffman (2005), Ali *et al.* (2008), Nasr, Boubakri e Cosset (2009), Alves (2012), entre outros, compartilham da ideia de que concentração acionária estaria ligada a menores níveis de gerenciamento de resultados, resultando na melhoria da qualidade das informações reportadas. O aumento dos níveis informacionais levaria a um aumento da percepção do desempenho das empresas pelos usuários, permitindo uma melhoria na eficiência da alocação de recursos no mercado. Os resultados encontrados pelos autores são, portanto, consistentes com a “hipótese de monitoramento eficiente”, proposto por Shleifer e Vishny (1986).

Embora por outro lado, resultados encontrados por Choi, Jean e Park (2004), Kim e Yi (2005), Jaggi e Tsui (2007), Kim e Yoon (2008), entre outros, indicam que a concentração do capital tende a aumentar o gerenciamento de resultados, atribuindo uma baixa qualidade das informações divulgadas a estas empresas. Os estudos sugerem ainda que a maior concentração do direito de voto (ações ordinárias) nas mãos de grandes acionistas aumentaria as chances de expropriação dos acionistas minoritários através da manipulação de dados contábeis.

Segundo esses autores, a redução dos níveis informacionais permitiria o acionista majoritário impor suas preferências, optando por investimentos que lhe tragam maiores benefícios privados, enquanto que os custos permanecem compartilhados entre todos os acionistas. Desse modo, o acionista controlador poderia intervir diretamente na administração incentivando os gestores a prática de gerenciamento de resultados, o que reforça o “efeito entrincheiramento”, descrito por Claessens *et al.* (2002)

Especificamente no contexto brasileiro, mesmo com as recentes transformações ocorridas na economia nacional, existe uma predominância de empresas brasileiras de capital aberto com propriedade concentrada, em que o principal acionista ou grupo de acionistas detém mais de 50% das ações com direito de voto (ações ordinárias). Estudos apontam que a concentração de voto média das

empresas é de 60%, quando se considera a existência de acordo entre os principais acionistas se eleva para 90% (Leal *et al.* 2002).

Outra prática recorrente é a emissão de diferentes tipos de ações, existindo uma clara separação entre uma minoria de acionistas que procuram o controle (acionistas ordinários) e uma maioria de acionistas que priorizam dividendos (acionistas preferenciais). Assim, os acionistas preferencialistas garantem a empresa o financiamento necessário para os investimentos, ao mesmo tempo em que reitera o poder de controle do acionista ordinário sobre a organização.

Estudos nacionais relacionados ao tema indicaram uma baixa, ou quase inexistente, correlação entre o gerenciamento de resultados e a estrutura de propriedade nas empresas brasileiras. Os resultados encontrados por Baptista (2008), ao analisar o perfil das empresas brasileiras de capital aberto com base na prática de gerenciamento, sugere a existência de uma relação significativa entre concentração acionária e o nível de gerenciamento, e esta relação é inversa, ou seja, empresas de maior concentração acionária apresentam menores níveis de gerenciamento.

Já Martinez (2009), analisando uma amostra de empresas abertas não financeiras no final de 2007, observou que quanto mais concentrada for a propriedade maior a tendência de ocorrer alisamento de resultados (*income smoothing*). Verificou-se também que o efeito é minimizado quando a empresa possui uma melhor governança corporativa e que as empresas com capital concentrado, que alisam seus lucros, fazem mais intensamente quando a origem de capital é nacional ou quando possuem controlador privado nacional. Os resultados são indicativos de que as firmas com estrutura de propriedade e controle mais concentradas podem estar promovendo um alisamento de resultados artificial, buscando resguardar interesses dos acionistas majoritários e controladores, mediante a alteração da percepção de riscos dos acionistas minoritários.

O estudo de Moura, Hall e Toledo Filho (2012) analisou o gerenciamento de resultados com base na concentração de capital das maiores empresas de cada setor econômico da BM&FBovespa, totalizando 39 empresas, no período de 2007 a 2010. Os dados evidenciaram um ambiente com elevada concentração acionária, com destaque para as empresas dos setores de construção e transporte, telecomunicações e petróleo, gás e biocombustíveis. Poucas empresas, no entanto, realizaram gerenciamento de resultados em grandes proporções. Desse modo, demonstraram não haver relação significativa entre concentração de capital e gerenciamento de resultados.

Por fim, Moura, Macêdo, Salla e Cunha (2012) tiveram como foco a participação de investidores institucionais na composição acionária das companhias abertas brasileiras nos anos de 2009 e 2010. Os resultados encontraram um maior índice médio de gerenciamento em empresas do setor de construção e transporte, seguido do setor de bens industriais. Embora, de uma forma geral, os testes estatísticos demonstraram não haver relação significativa entre a participação acionária de investidores institucionais e a prática de gerenciamento no período de análise.

Resumidamente, observaram-se os seguintes resultados.

QUADRO 3 – Resumo dos resultados encontrados sobre o tema

Autor(es)	Amostra	Resultado
Ragopál <i>et al.</i> (1999)	Estados Unidos	<i>Negativo</i>
Donelly e Lynch (2002)	Reino Unido	<i>Negativo</i>
Choi, Jean e Park (2004)	Coréia do Sul	<i>Positivo</i>
Iturriaga e Hoffman (2005)	Chile	<i>Negativo</i>
Jaggi e Tsui (2007)	Hong Kong	<i>Positivo</i>
Ali, Salleh e Hassan (2008)	Malásia	<i>Negativo</i>
Kim e Yoon (2008)	Coréia do Sul	<i>Positivo</i>
Nasr, Boubakri e Cosset (2009)	29 países	<i>Negativo</i>
Kim e Yi (2010)	Coréia do Sul	<i>Positivo</i>
Alves (2012)	Portugal	<i>Negativo</i>
Baptista (2008)	Perfil das Empresas Brasileiras	<i>Negativo</i>
Martinez (2009)	Alisamento (<i>income smoothing</i>)	<i>Positivo</i>
Moura, Hall e Toledo Filho (2012)	Concentração por setor econômico	<i>Nenhuma</i>
Moura, Macêdo, Salla e Cunha (2012)	Investidores Institucionais	<i>Nenhuma</i>

Fonte: Elaboração própria.

Em virtude deste contrassenso na literatura brasileira, surge a importância de se investigar com mais foco e profundidade o impacto da estrutura de propriedade e controle sobre a prática de gerenciamento de resultados nas empresas nacionais. Para isso, o presente estudo pretende verificar através de métodos estatísticos de estimação a relação entre as variáveis, buscando trazer à tona evidências importantes sobre o comportamento das empresas brasileiras frente ao gerenciamento de resultados.

3. PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

Para atender os objetivos da pesquisa, a seção 3 apresenta o procedimento metodológico proposto para a investigação da relação entre Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade nas empresas analisadas. Na Seção 3.1, é apresentado a tipologia de pesquisa. Na Seção 3.2 consta a descrição do modelo de Kang-Sivaramakrishanan (1995) de estimação do Gerenciamento de Resultados. Na sequência, a seção 3.3 apresenta as variáveis de Estrutura de Propriedade e a seção 3.4, as hipóteses de pesquisa. Na Seção 3.5, é descrito o tratamento estatístico utilizado na pesquisa. Na Seção 3.6 são apresentadas as variáveis de controle. Na Seção 3.7 é apresentada a seleção dos dados e a delimitação da amostra. Na seção 3.8 consta a trajetória metodológica de pesquisa. E, por fim, a Seção 3.9 apresenta os métodos estatísticos de pesquisa, sugeridos neste estudo para análise do problema.

3.1 Tipologia de Pesquisa

O presente estudo tem como objetivo examinar a relação entre Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade das companhias brasileiras de capital aberto, por meio da análise de dados gerados por uma amostra de empresas. Com base nisso, podem-se fazer algumas considerações acerca da tipologia de pesquisa científica.

Quanto aos procedimentos, entende-se que a estratégia da pesquisa é (a) experimental. Segundo Collis e Hussey (2005), a estratégia experimental é uma metodologia positivista que realiza experimentos em um laboratório ou em um ambiente natural de maneira sistemática, com base em variáveis independentes para observar o efeito da variável dependente.

No aspecto dos objetivos, o estudo caracteriza-se do tipo (b) descritivo-explicativo. A pesquisa descritiva, segundo Gil (1999), tem como foco estabelecer relações entre variáveis e, assim, descrever aspectos ou comportamentos de uma população analisada. Considera-se também explicativa, pois procura identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos, buscando aprofundar o conhecimento da realidade.

A lógica da pesquisa é (c) indutiva, visto que a análise parte de dados particulares da amostra a fim de obter uma proposição geral acerca do fenômeno. Nesse sentido, fazem-se inferências com base em

dados estatísticos apurados de uma amostra de empresas nacionais, levando a concluir sobre o todo mercado empresarial brasileiro.

A abordagem do problema é (d) quantitativa, tendo em vista o emprego de técnicas estatísticas para análise dos dados. E, para fins de coleta de dados, pretende-se utilizar uma (e) amostra de dados não probabilística da população de empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa, coletadas da base de dados do ECONOMÁTICA®.

3.2 Modelo de Kang e Sivaramakrishanan (1995)

Esquemáticamente, o modelo KS (1995) apresenta-se da seguinte forma:

$$AT_{it} = \alpha + \beta_1(\delta_1 REV_{it}) + \beta_2(\delta_2 EXP_{it}) + \beta_3(\delta_3 PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

It = empresa i no período t

ATit = *accruals* totais estimadas*;

$\delta_1 = REC_{i,t-1} / REV_{i,t-1}$;

REC_{i,t-1} = saldo da contas a receber (clientes) no período t - 1;

REV_{i,t-1} = receitas líquidas no período t - 1;

REV_{it} = receitas líquidas*;

$\delta_2 = (CGL_{i,t} - REC_{i,t}) / EXP_{i,t-1}$;

CGL_{i,t} = saldo do capital de giro líquido, excluídas as disponibilidades, financiamento de curto prazo e provisão de impostos a pagar

INV_{i,t-1} = saldo da conta estoque no período t - 1;

DespAnteci_{,t-1} = saldo da conta despesas antecipadas no período t - 1;

CP_{i,t-1} = saldo das contas a pagar no curto prazo no período t - 1;

EXP_{i,t-1} = despesas operacionais, excluídas depreciação;

EXP_{it} = despesas operacionais, excluídas depreciação*;

$\delta_3 = Deprec_{i,t-1} / PPE_{i,t-1}$

PPE_{i,t-1} = saldo do ativo imobilizado, investimentos e diferido no período t - 1;

PPE_{it} = saldo do ativo imobilizado, investimentos e diferido*;

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = coeficientes estimados da regressão;

ε_{it} = erro de regressão (*proxy* de gerenciamento de resultados)

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

O modelo KS pressupõe que os ajustes contábeis regulares são feitos em função do tamanho dos ativos que os geram, bem como estão associados ao incremento de receitas ou despesas. Conforme se verifica

na equação, o modelo KS opera diretamente com as contas do balanço patrimonial³⁵, procurando explicar a dimensão dos *accruals* totais. Cabe discutir os tratamentos específicos realizados no modelo por pesquisas brasileiras de modo a refletir mais corretamente a realidade do país.

A variável de *accruals* totais (**AT**) constitui a variação do capital de giro líquido excluída das disponibilidades e financiamentos de curto prazo (CGL), que será subtraído do total da depreciação e amortização (DEPR), sendo este saldo final medido em termos de porcentagem dos ativos totais. Acrescente-se que, caso existam provisões (ou créditos) tributários, estes também devem ser excluídos no cômputo dos *accruals* totais.

A variável de Receita (**REV**) é o seu saldo bruto excluída dos impostos incidentes sobre o faturamento. A variável de Despesa (**EXP**) representa o total de despesas operacionais (CMV, CPV, Desp. de Vendas e Administrativas), antes da depreciação/amortização e juros, variável medida em termos de porcentagem dos ativos totais.

No tocante à variável de Ativo (**PPE**), o modelo original sugere a utilização das contas Propriedades, Plantas e Equipamentos, que seria equivalente ao somatório do ativo imobilizado e ativo diferido, estimado em termos brutos. Entretanto, em virtude da disponibilidade de dados, considera-se neste trabalho o ativo permanente, assim como em Martinez (2001) e outros.

Em termos práticos, se houve manipulação deste procedimento, foi em relação à redução da importância da depreciação e amortização. Alguns autores consideram que a possibilidade de se gerenciar a conta depreciação é muito remota, embora para o contexto do Brasil, Martinez (2001) demonstrou que pode estar existindo manipulação na definição do valor lançado.

Os parâmetros Φ_1 , Φ_2 e Φ_3 podem ser interpretados como os indicadores de rotatividade que procuram acomodar fatores específicos da empresa e compensam o fato da equação do modelo KS estar sendo estimada em amostra conjunta de variáveis empresas entrecruzadas (*cross-sectional*).

O indicador $\Phi_1 (= CR_{t-1} / Rec_{t-1})$ representa a razão entre contas a receber e receitas do ano anterior, que será multiplicada pelas vendas do período corrente ($\Phi_1 \times Rec_t$). De modo similar, o indicador $\Phi_2 (= (CGL_{t-1} - CR_{t-1}) / Desp_{t-1})$ representa a razão entre o capital de giro líquido (excluído das disponibilidades, financiamento de

³⁵ O que não é o caso de modelos anteriores, como o modelo de Jones, pois este utiliza a variação das contas de resultados.

curto prazo e contas a receber) e as despesas operacionais do período anterior, que será multiplicada pelas despesas operacionais do período corrente ($\Phi_2 \times \text{Desp}_{it}$). Por sua vez, o Φ_3 ($= \text{DEPR}_{t-1} / \text{PPE}_{t-1}$) constitui a razão entre as despesas de depreciação e os ativos permanentes no período anterior, que será multiplicada pelo ativo permanente no período corrente ($\Phi_3 \times \text{PPE}_{it}$).

A estimativa dos *accruals* discricionários envolve inicialmente que seja rodada a regressão para estimar os coeficientes que precedem às variáveis utilizadas. Estes coeficientes devem representar a melhor maneira de descrever o valor dos *accruals* totais para o contexto das empresas. Calculados os coeficientes, o passo seguinte é verificar o termo erro (ϵ), a diferença entre o valor das *accruals* totais e o valor estimado a partir dos coeficientes.

É imprescindível a adequação do método estatística de estimação, pois é do valor dos erros da regressão que extraímos aquele componente que será o valor dos *accruals* discricionários para cada empresa-ano. De acordo com Martinez (2001) o modelo KS pela técnica de variáveis instrumentais é superior pelo fato de analisar as características dos erros de modo mais preciso.

Para o autor, o modelo KS, embora demande maior número de variáveis, é o mais completo no sentido contábil de descrever mais eficientemente o processo de definição dos *accruals* e no sentido estatístico da precisão dos resultados obtidos (precisão estatística). O modelo KS opera diretamente com as contas do balanço patrimonial em determinado exercício contábil, evitando assim o indesejável problema de comparar valores em moeda de diferentes períodos.

Esse detalhe metodológico ganha relevância no Brasil, quando se considera o aspecto inflacionário, que comprometeria a comparabilidade entre dois exercícios. Cabe ressaltar que não existe um modelo perfeito, embora o modelo KS pareça ser o mais apropriado às particularidades do mercado brasileiro.

3.2.1.1 Utilização de Variáveis Instrumentais

Segundo Martinez (2001), quando existe correlação entre as variáveis independentes e os erros, o método dos mínimos quadrados (MQO) não oferece resultados satisfatórios. Diante desse problema, o método alternativo mais utilizado são as variáveis instrumentais.

A aplicação do método das variáveis instrumentais requer inicialmente que se identifiquem “instrumentos” para cada variável

independente que no período corrente seja correlacionada com os erros. Essas novas variáveis (instrumentos) devem ter duas características.

Primeiro, devem ser contemporaneamente não correlacionada aos erros, e devem ser estritamente correlacionadas à variável dependente para a qual exercem o papel de instrumento. A estimativa das variáveis instrumentais é então encontrada usando fórmula que envolve tanto valor original das variáveis como as variáveis instrumentais.

Com as variáveis instrumentais realiza-se a regressão em dois estágios, em que se procura neutralizar o viés que seria provocado por se executar a regressão sem os devidos cuidados. Para a operacionalização das variáveis instrumentais é crucial a identificação dos instrumentos, que seriam variáveis que se correlacionam com as variáveis independentes, mas que não devem correlacionar-se com os erros.

QUADRO 4 – Apresentação dos instrumentos das variáveis

Variável	Forma apresentada na equação 10	Instrumento da variável
Receita	Em que: $\delta_1 = \frac{\text{Contas a receber}_{t-1}}{\text{Receita}_{t-1}}$	Em que: $\delta_1 = \frac{\text{Contas a receber}_{t-2}}{\text{Receita}_{t-2}}$
Despesas	Em que: $\delta_2 = \frac{\text{Cap. de giro líquido}_{t-1} - \text{Contas a rece.}_{t-1}}{\text{Receita}_{t-1}}$	Em que: $\delta_2 = \frac{\text{Cap. de giro líquido}_{t-2} - \text{Contas a rece.}_{t-2}}{\text{Receita}_{t-2}}$
Ativo Imobilizado	Em que: $\delta_3 = \frac{\text{Depreciação}_{t-1}}{\text{At. Imob.}_{t-1}}$	Em que: $\delta_3 = \frac{\text{Depreciação}_{t-1}}{\text{At. Imob.}_{t-1}}$

Fonte: Elaboração própria, com base em Barros (2012).

Uma das maiores dificuldades na implementação do modelo KS é a preparação dos dados para a regressão múltipla. Embora tecnicamente mais robusto, o modelo KS demanda grande quantidade de dados contábeis, o que pode ser um fator redutor da amostra sobre o qual pode ser aplicado. A quantidade de dados em análise é fundamental para a

precisão dos modelos de estimação do gerenciamento de resultados através de *accruals*.

3.3 Variáveis de Estrutura de Propriedade

Seguindo a literatura existente, o presente estudo utiliza como *proxy* de Estrutura de Propriedade o grau de concentração acionária das empresas. A escolha das variáveis de concentração acionária decorre da existência de mecanismos internos intimamente ligados à estrutura de propriedade, que conferem o controle corporativo a um grupo de acionistas.

As variáveis de concentração acionária são calculadas com base no índice de Herfindahl³⁶ ou na soma da parcela de ações detidas pelos maiores investidores, normalmente os cinco maiores (OKIMURA, 2003). No contexto brasileiro, de elevado grau de concentração acionária das empresas, é comumente utilizado valores de concentração dos três maiores acionistas de cada empresa para obter uma maior variabilidade de valores, e assim observar os impactos sobre o gerenciamento de resultados mais claramente.

Além das variáveis de concentração, também foi considerado o tipo de acionista controlador e a origem do capital, por meio de um conjunto de variáveis binárias, identificadas da seguinte maneira:

- Propriedade privada estrangeira: controle em posse de multinacional ou grupo de investidores de origem estrangeira;
- Propriedade privada nacional: controle em posse de um grupo de investidores de origem nacional, não sendo os investidores da família fundadora da empresa;
- Propriedade Familiar-Individual: controle em posse de uma família ou um único investidor, incluindo-se neste caso os controles exercidos por fundações ou por holdings que representam os fundadores ou herdeiros da empresa;
- Propriedade por bancos e outras instituições financeiras: controle em posse de um banco e/ou instituição financeira;

³⁶ O índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) é uma medida do grau de concentração do mercado relevante, calculado a partir da participação de cada empresa para setor ou indústria a qual ela pertence.

- Propriedade por fundos de pensão: controle exercido por fundos de pensão;
- Propriedade estatal: controle exercido pela União, Estados ou Municípios.

Isto posto, têm-se as seguintes definições:

- (1) **Concentração de direito de controle ou concentração de voto:** é o valor do total de ações ordinárias detida pelos três principais acionistas, dividido pelo valor do total de ações da empresa, em porcentagem;
- (2) **Concentração de direito sobre o fluxo de caixa ou concentração da propriedade:** é o valor das ações ordinárias e preferenciais em posse dos três principais acionistas, dividido pelo valor do total de ações da empresa, em porcentagem;
- (3) **Excesso de votos ou excesso do direito de voto:** é a diferença entre a concentração de direito de controle (1) e a concentração de direito sobre o fluxo de caixa (2), em porcentagem;
- (4) **Tipo do Acionista Controlador:** Estatal (Governo), Privado Nacional, Privado Estrangeiro e Familiar-Individual;
- (5) **Origem do Capital:** país de origem do acionista controlador.

Para cada variável foram formuladas hipóteses de pesquisa com base no conhecimento teórico e resultados empíricos encontrados por pesquisas anteriores. Estas hipóteses sugerem que a relação entre Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade seja significativa, para que se possam fazer inferências a partir dos resultados evidenciados.

3.4 Hipóteses de pesquisa

Em uma situação de propriedade dispersa, nenhum acionista exerce controle sobre as decisões da empresa de forma permanente, uma vez que são tomadas por meio de votação, muitas vezes sendo necessários negociação e acordos entre acionistas. Esse processo costuma ser mais demorado, o que leva a ser utilizado somente nos principais casos, como

na alocação de grandes recursos, deixando as operações mais rotineiras para os administradores contratados. Assim, quanto mais dispersa a propriedade (e conflituosa a relação entre os acionistas), maior a presença de administradores na condução do negócio.

O acionista controlador detém a maioria dos votos, e diante dessa posição de controle de capital elege os principais administradores da sociedade e apresenta ainda poder de interferir nas diversas decisões da empresa. Em contrapartida, possui diversos deveres e responsabilidades perante os demais acionistas, seus funcionários e toda a comunidade em que atua, podendo responder na forma da lei pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

Nesse entendimento, a (1) concentração do controle permite que grandes acionistas tomem uma posição mais ativa, adotando estratégias de monitoramento da gestão e tomando decisões com interesse no crescimento da companhia e na geração de riqueza. Quando o controle se encontra disperso ou pulverizado, existe uma dificuldade de coordenação entre acionistas ordinários (aquele que detém ações com direito de voto), dando chance ao oportunismo de gestores.

La Porta *et al.* (1999) complementam que a concentração acionária poderia compensar a fragilidade das leis de proteção aos investidores, permitindo que grandes acionistas exerçam seu direito de controle para implementar medidas em prol da transparência (*disclosure*) da empresa, na tentativa de aumentar o volume de informações disponíveis e proteger os indivíduos que estariam em desvantagens informacionais dentro de uma organização. O aumento na qualidade das informações divulgadas reduziria o risco e o custo de captação de novos recursos, tornando a empresa mais atrativa ao mercado (valorização das ações).

Assim sendo, a Hipótese 1 presume que a concentração do controle reduz o escopo do oportunismo gerencial, acentuando o “efeito alinhamento” entre proprietários e administradores, descrito por Claessens *et al.* (2002). Nesse sentido, a concentração das ações com direito a voto (ações ordinárias) estaria ligada a um aumento do monitoramento sobre a empresa, que inibiria o comportamento discricionário dos gestores, inclusive na contabilidade empresarial, com a consequente redução do gerenciamento de resultados.

H₁: Maiores níveis de concentração de direito de controle estão associados a menores níveis de Gerenciamento de Resultados nas empresas brasileiras analisadas.

No Brasil, pela enorme quantidade de ações sem direito a voto (ações preferenciais) em negociação no mercado, evidencia-se uma clara intenção das empresas em segregar o direito de controle (decisões gerenciais) do direito sobre o fluxo de caixa (dividendos). Assim, o acionista controlador garante o financiamento para novos investimentos, sem que perca o poder de decisão mesmo com uma concentração acionária mais reduzida.

Paulo (2007) acrescenta que acionistas preferencialistas também podem exercer controle sobre a gestão de forma indiretamente, por meio do monitoramento do mercado ou recorrendo às opções de saída³⁷. Uma vez não satisfeitos com as políticas adotadas pela empresa, ora por gestores, ora por acionistas controladores, podem optar por outras alternativas de investimentos no mercado, tornando a empresa menos atrativa a novos investidores (desvalorização das ações). Logo, gestores e acionistas controladores seriam incentivados a tomar decisões a favor de todos os investidores.

Desse modo, a (2) concentração do direito sobre o fluxo de caixa aumentaria os incentivos à adoção de estratégias de monitoramento e participação em prol do desempenho organizacional, do mesmo modo que aumentam os custos de expropriação de acionistas minoritários e preferencialistas, já que a desvalorização nas ações da empresa significaria uma perda para o capital investido. Assim, a concentração da propriedade acentuaria o “efeito alinhamento”, e reduziria o risco de um possível “efeito entrincheiramento” de acionistas minoritários e preferencialistas.

Portanto, a Hipótese 2 pressupõe que a concentração da propriedade, que mede o interesse sobre a distribuição de dividendos, estaria ligado a um aumento no desempenho da organização, em virtude da redução de possíveis conflitos entre gestores e acionistas, acionistas controladores e minoritários/preferencialistas. Logo, o aumento na concentração das ações totais da empresa reduziria o escopo do oportunismo de gestores e controladores, com uma significativa redução do gerenciamento de resultados contábeis.

³⁷ Acordos ou cláusulas específicas dentro do contrato de um projeto que permite que investidores, caso não se cumpram as expectativas, abortem em pouco ou nenhum custo.

H₂: Maiores níveis de concentração do direito sobre o fluxo de caixa estão associados a menores níveis de Gerenciamento de Resultados nas empresas brasileiras analisadas.

Na sequência, a variável (3) excesso do direito de voto tem como objetivo medir o grau de desalinhamento entre a concentração de votos e a concentração de propriedade dos controladores. Pela definição, para empresas sem emissão de ações preferenciais a variável toma o valor zero, e para controladores com direito de voto proporcionalmente maior ao capital total investido, a variável é maior que zero.

Em níveis elevados de excesso de voto existe uma maior chance de acionistas majoritários e controladores imporem seus interesses e preferências, tomando decisões com menor presença de minoritários e preferencialistas, para atuar e pressionar. À medida que são emitidas novas ações preferenciais, observa-se também o aumento da propensão ao risco das decisões por parte de acionistas majoritários e controladores, já que não carregam todo o ônus (risco) de suas escolhas. Como resultado, tem-se a expropriação da empresa e, muitas vezes, a expropriação dos pequenos acionistas³⁸.

Em alguns casos, a variável de excesso de voto assume valores negativos, indicando que a concentração do direito de propriedade é superior à concentração do direito de controle. Isto sugere que o controlador detém também parte do direito sobre o fluxo de dividendos da empresa, o que ajuda a alinhar os interesses gerenciais com os dos acionistas, uma vez que também suportam os efeitos da riqueza.

Logo, a Hipótese 3 se baseia no fato de que, quanto maior a diferença entre a concentração dos direitos de controle e de propriedade, maiores serão as chances de expropriação dos pequenos investidores, como em um “efeito entrincheiramento”. Assim, controladores poderiam incentivar gestores a prática de gerenciamento de resultados, como forma de alterar a percepção de minoritários e preferencialistas. Vale ressaltar que, quando o controlador detém também alta

³⁸ Conforme observa Santana (2008), a realidade das empresas brasileiras é, em geral, a da existência de grande concentração do poder de voto, com grupos de controle claramente definidos, praticamente não existe a situação em que os acionistas estão ausentes da direção da empresa e predomina o poder dos administradores. Como consequência desta realidade, o que caracteriza o ambiente corporativo brasileiro é o conflito que contrapõe acionistas controladores e minoritários.

participação na propriedade, reduzem-se os incentivos a expropriação em benefício próprio.

H₃: Maiores níveis de excesso do direito de voto estão associados a maiores níveis de Gerenciamento de Resultados nas empresas brasileiras analisadas.

A identidade e a origem do capital dos proprietários das empresas são indicativos de suas estratégias e prioridades. É possível que determinadas características do acionista controlador possam estar associadas às práticas discricionárias de formas distintas, não podendo prevê um sinal esperado. Desse modo, a Hipótese 4 remete a existência de uma relação significativa entre tipo do acionista controlador e gerenciamento de resultados.

H₅: Há relação significativa entre o tipo de acionista controlador e Gerenciamento de Resultados nas empresas brasileiras analisadas.

Muitas decisões na empresa são influenciadas por características específicas do acionista controlador, atribuindo aspectos culturais, sociais e econômicos na condução do negócio. Com isso, a Hipótese 5 prevê uma relação significativa entre a (5) origem do acionista controlador e os níveis de gerenciamento de resultados nas empresas.

H₅: Há relação significativa entre a origem do capital e o Gerenciamento de Resultados nas empresas brasileiras analisadas.

Para a investigação das hipóteses levantadas o presente trabalho adota um modelo de estimação estatística, em que o Gerenciamento de Resultados é tido em função das variáveis específicas de Estrutura de Propriedade. O modelo permite investigar a relação existente entre as variáveis atribuindo valores aos coeficientes estimados, e por meio de uma análise comparativa trazer evidências importantes sobre o comportamento das empresas brasileiras frente o gerenciamento de resultados.

3.5 Tratamento estatístico de pesquisa

A partir do modelo KS permite-se atribuir valores de *accruals* discricionários (AD), como variável representativa de Gerenciamento de Resultados, para cada empresa-ano da amostra. Os níveis de *accruals*

discricionários serão investigados com base em um modelo de regressão múltipla, tendo a AD como variável explicada e as demais variáveis específicas como explicativas.

A relação a ser investigada pode ser expressa por:

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 (CONC_{it}) + \beta_2 (TAM_{it}) + \beta_3 (RENT_{it}) + \beta_3 (ALAV_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

it = empresa i no período t

AD_{it} = *accruals* discricionários (*proxy* de gerenciamento de resultados);

$CONC_{it}$ = variáveis de concentração:

- (1) Concentração do direito sobre o fluxo de caixa (ConcTotal%)
- (2) Concentração do direito de controle (ConcVoto%)
- (3) Excesso do direito de voto (EXC%)
- (4) Tipo do Acionista Controlador (Tipo)
- (5) Origem do Capital (Origem)

TAM_{it} = variável de tamanho, medida pelo log dos ativos totais;

$RENT_{it}$ = variável de rentabilidade, medida pelo ROA (%);

$ALAV_{it}$ = variável de nível de endividamento, medido pelo exigível sobre o ativo total (%);

ε_{it} = erro de regressão

Neste modelo, tem-se como variável explicativa a Estrutura de Propriedade, medida com base nas perspectivas apresentadas anteriormente: (1) concentração do direito de controle, (2) concentração do direito sobre a propriedade, (3) excesso de voto, (4) tipo de acionista controlador e (5) origem do capital, que dão origem as hipóteses de pesquisa.

Dado que estas não são as únicas variáveis a afetar a prática de gerenciamento de resultados contábeis, foram incorporadas variáveis de controle no modelo. Como nos estudos de Ramos e Martinez (2006), Tukamoto (2007) e Almeida e Almeida (2007) foram utilizadas variáveis referentes a tamanho (TAM), rentabilidade (RENT) e endividamento (ALAV) das empresas, como forma de limitar outros incentivos contratuais que poderiam influenciar as escolhas contábeis dos gestores.

3.6 Variáveis de Controle

3.6.1 Tamanho

É recorrente na literatura em Gerenciamento de Resultados a utilização da variável de controle referente ao porte das empresas, medida com base nos ativos totais. Grande parte dos autores, como Gu, Lee e Rosett (2005), argumentam que empresas maiores possuem menos incentivos a gerenciar resultados devido à sua maior exposição aos analistas de mercado e órgão reguladores, os denominados custos políticos.

Ainda segundo os autores, empresas de grande porte operam em um estado mais sólido e tendem a ser mais diversificadas, com isso, desfrutam de mais benefícios de escala e economia de escopo do que as empresas menores, o que leva a uma menor variabilidade operacional e, portanto, menor variabilidade de *accruals*.

Contrariamente, autores como Watts e Zimmerman (1978) evidenciaram que uma maior propensão à prática de gerenciamento de resultados em empresas de grande porte. Segundo os autores, grandes empresas tendem a reduzir os lucros líquidos reportados a fim de minimizar os efeitos adversos de uma exposição política.

O gerenciamento de resultados também é incentivado nestes casos no sentido de aumentar os lucros reportados, visto que sofrem mais pressão para atender ou superar as expectativas dos analistas de mercado. Do mesmo modo, a obtenção de bons resultados financeiros podem trazer mais benefícios aos gestores nas grandes empresas, servindo de incentivo às práticas discricionárias.

3.6.2 Rentabilidade

Outra variável relevante para o modelo está associada ao desempenho econômico-financeiro das empresas, representada por um indicador de rentabilidade. Estudos têm mostrado o uso de gerenciamento com a finalidade de mascarar o resultado final da empresa e, com isso, obter financiamento a um custo menor (SCHIPPER, 1989), evitar a violação das cláusulas dos contratos de dívida (WATTS; ZIMMERMAN, 1978), ou reduzir o valor a ser tributado (BAPTISTA, 2008).

Por outro lado, autores como Guay, Kothari e Watts (1996) defendem que a utilização de *accruals* pode ajudar os gestores a produzir uma medida mais confiável do desempenho da empresa. Neste

caso, os *accruals* refletem a tentativa da administração em aumentar a habilidade dos resultados contábeis, para que esse reflita o desempenho em um modo seguro e conveniente, em que se poderia esperar uma redução no risco da informação. Devido à possibilidade de se utilizar *accruals* como indicador de desempenho, optou-se por uma variável de controle capaz de reunir a parte dos *accruals* proveniente do desempenho da empresa.

3.6.3 Nível de Endividamento

Por fim, a estrutura de capital das empresas é frequentemente observada em pesquisas sobre Gerenciamento de Resultados. Autores como Gu, Lee e Rosett (2005) argumentam que gestores de empresas altamente alavancadas são incentivados a gerenciar os resultados com o objetivo de reportar maiores rendimentos, a fim de adquirir maiores facilidades nos contratos com fornecedores. Nardi *et al.* (2009) afirmam ainda que o custo da dívida é influenciado positivamente pelo gerenciamento de resultados, uma vez que a divulgação de dados manipulados reduz o nível informacional dos usuários.

Contrariamente, estudos têm mostrado a redução nos níveis de gerenciamento de resultados, em função do aumento do grau de alavancagem das empresas. Peasnell *et al.* (2000), Chung *et al.* (2002), entre outros, defendem que empresas altamente endividadas podem ser menos capazes de praticar o gerenciamento de resultados, visto que estão sob observação minuciosa dos credores.

3.7 Formação e Composição da Amostra

A amostra utilizada nesta pesquisa conta com dados consolidados das companhias de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa, entre os anos de 2006 e 2014. As informações foram coletadas através da base de dados do ECONOMÁTICA® e, então, tratadas segundo o procedimento metodológico escolhido na pesquisa. Quanto aos cálculos estatísticos, utilizou-se o software estatístico STATA 11.1.

A delimitação da amostra foi motivada pela necessidade de se obter uma quantidade significativa de observações para o ajuste dos modelos estatísticos em painel. A indisponibilidade das informações também é um fator de redução da amostra, visto que a ausência de dados pode levar a resultados inconsistentes.

A formação do universo amostral está descrita na Tabela 1 a seguir.

TABELA 1 – A formação da amostra

Total de empresas	393
Finanças/Seguros	(36)
Fundos	(1)
Falta de informações	(162)
Amostra	194
Anos	9
Nº Obs.	1746

Fonte: Elaboração própria.

A fim de se evitar um viés e problemas de especificação na estimação dos modelos, foram excluídas as companhias abertas que exercem atividades financeiras (Finanças/Seguros) e aquelas que têm como objeto principal a participação em outras empresas (Fundos). As empresas que não apresentaram informações necessárias à aplicação do modelo KS (1995) também foram excluídas, restando então 194.

A composição das empresas por setor econômico apresentou algumas particularidades significativas, como o predomínio na amostra de empresas do setor de Energia Elétrica (27), Construção (19), Têxtil (16) e Comércio (14), nessa ordem. Contrário a isso, uma parte dos setores apresentou quantidade bastante reduzida de empresas, o que pode trazer inconsistências ao modelo.

Cabe dizer ainda que o setor econômico denominado “Outros”, que teve maior participação na amostra (42), compreende o grupo de empresas que não se enquadram em nenhum dos outros setores preestabelecidos. É o caso das empresas de bens de consumo e de prestação de serviços de uma forma geral, como rede de hotéis, corretoras, rede de shoppings, alugueis de veículos, entre outros. Não são, portanto, definidas com base em características particulares entre si, o que pode levar a conclusões equivocadas posteriormente.

Na Tabela 2 está demonstrada a composição das empresas por ramo de atividade econômica, com base nos setores definidos no Econômica.

TABELA 2 – Composição da amostra

Setor	Empresas	Part.%
Agro e Pesca	1	0.52%
Alimentos e Bebidas	9	4.64%
Comércio	14	7.22%
Construção	19	9.79%
Eletroeletrônicos	3	1.55%
Energia Elétrica	27	13.92%
Máquinas Industriais	2	1.03%
Mineração	2	1.03%
Minerais não Metais	2	1.03%
Papel e Celulose	4	2.06%
Petróleo e Gás	3	1.55%
Química	8	4.12%
Siderurgia & Metalurgia	13	6.70%
Software e Dados	1	0.52%
Telecomunicações	5	2.58%
Têxtil	16	8.25%
Transporte e Serviços	11	5.67%
Veículos e peças	12	6.19%
Outros	42	21.65%
TOTAL	194	100%

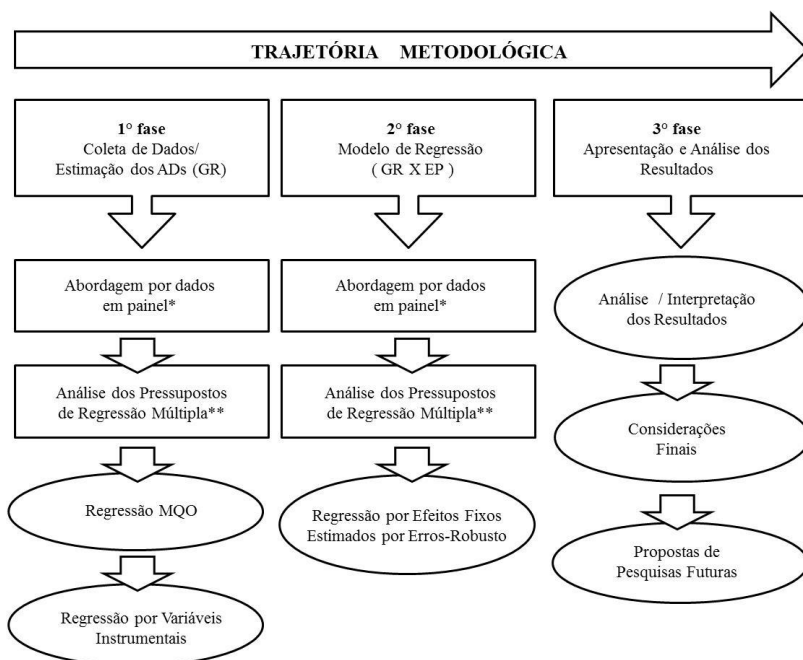
Fonte: Elaboração própria.

Quando se recorre as variáveis binárias para controle de setores econômicos, buscou-se verificar se existe alguma particularidade por setor que teria sido incorporada nos erros. Sabe-se que alguns setores, em específico, estão mais sujeitos à regulação governamental, o que reduziria o escopo do oportunismo do gestor. Por este motivo, ao inserir a variável para setor da economia pretende-se restringir a influência das diferentes regulações sobre o gerenciamento de resultados das empresas, de modo a melhorar a precisão do modelo.

3.8 Trajetória metodológica

A trajetória metodológica mostra a sequência cronológica das etapas de pesquisa, desde a coleta de dados até o cumprimento dos objetivos propostos. Para uma melhor compreensão didática, o estudo foi dividido em três fases: uma primeira que inclui a estimação do gerenciamento de resultados, medido com base nos *accruals* discricionários pelo modelo KS (1995); uma segunda que compreende o tratamento estatístico de análise das variáveis pesquisadas; e por fim uma terceira que apresenta e analisa os resultados evidenciados, e a conclusão do estudo.

Dessa forma, temos:



* escolha entre modelos *pooled*, com abordagem por efeitos fixos e por efeitos aleatórios

** testes dos pressupostos (normalidade, heterocedasticidade, autocorrelação serial, multicolinearidade)

3.9 Métodos estatísticos de pesquisa

Para atender os objetivos desta pesquisa será utilizada uma combinação de métodos quantitativos de pesquisa. Estes métodos são a análise de correlação linear, regressão linear múltipla, regressão com dados em painel e aplicação de testes paramétricos.

3.9.1 Regressão Múltipla

Wooldridge (2002) define o método da análise de regressão como o estudo da dependência de uma variável, a variável dependente, em relação a uma ou mais variáveis, das variáveis explicativas, com o objetivo de estimar e/ou prever a média (da população) ou o valor médio da dependente em termos dos valores conhecidos ou fixos (em amostragem repetida) das explicativas.

Além de prever valores para uma variável dependente, a análise da regressão permite: (a) identificar o tipo de relação matemática que existe entre uma variável dependente e uma variável independente; (b) quantificar o efeito que mudanças na variável independente exercem sobre a variável dependente; e (c) identificar observações não usuais.

No modelo de regressão linear múltipla, a variável dependente é tida em função de mais de uma variável independente, atribuindo os efeitos de diversas variáveis sobre um mesmo fenômeno. As independentes podem assumir características de variáveis qualitativas, chamadas variáveis binárias. As conclusões a serem tiradas a partir da construção de modelos de regressão devem atender a pressupostos de validação.

3.9.2 Dados em painel

O instrumental estatístico denominado Dados em Painel consiste na combinação de um grupo de unidades de corte transversal (empresas, por exemplo) que são observados ao longo do tempo. Wooldridge (2002) sintetiza que dados em painel têm uma dimensão espacial e outra temporal. Diante disto, observa-se que se trata de uma técnica que não analisa isoladamente a relação tempo e unidades de observação.

O desenvolvimento de modelos de regressão com dados em painel pode ocorrer da forma agrupada (*pooled*), do tipo com efeitos fixos e efeitos aleatórios. O modelo *pooled* é a abordagem mais simples já que agrupa o conjunto de dados sem considerar o efeito das unidades observadas e o tempo sobre a relação entre as variáveis.

Operacionalmente os resultados alcançados pelo modelo de regressão pooled são os mesmos da estimação pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), já que considera que todas as unidades de observação têm o mesmo intercepto e inclinação.

Para estimação dos parâmetros da regressão com a abordagem de efeitos fixos, assume-se que os coeficientes (intercepto e inclinação) podem ser constantes ao longo do tempo e das unidades de observação, e que o termo de erro captura diferenças ao longo do tempo e das unidades de observação³⁹. Possíveis diferenças estatisticamente significativas observadas nos interceptos devem-se a características específicas de cada unidade de observação e/ou de tempo. Quando essas diferenças estão presentes, a abordagem por efeitos fixos eleva o R^2 da regressão indicando o aumento da capacidade de explicação das variáveis explicativas.

A abordagem de efeitos aleatórios trata as diferenças individuais como sendo aleatoriamente associadas às observações da amostra. Ao invés de estimar os parâmetros como foi feito na abordagem de efeitos fixos, neste caso eles são incorporados em um modelo que o erro que possui características específicas. Para definir a melhor técnica de regressão com dados em painel, testes estatísticos podem fornecer indícios de uma melhor adequação do modelo a uma ou outra abordagem.

3.9.3 Análise dos pressupostos da regressão

Segundo Wooldridge (2002), os principais pressupostos do modelo de regressão linear são: a (i) linearidade, (ii) exogeneidade das variáveis independentes, (iii) distribuição normal dos resíduos, (iv) homoscedasticidade. (v) ausência de autocorrelação e (vi) multicolinearidade. Em seguida são apresentados os testes para análise dos pressupostos da regressão, bem como as correções necessárias.

O modelo de regressão linear descreve uma relação linear entre a variável dependente e as variáveis independentes. De acordo com o autor, o pressuposto se refere à maneira pela qual os parâmetros e o erro aleatório são inseridos na especificação do modelo e, não necessariamente, na relação entre as variáveis. Portanto, a regressão deve ser linear nos parâmetros estimados.

³⁹ Ao utilizar esta abordagem, será atribuída uma variável *dummy* para cada uma das 111 empresas da amostra e para cada unidade de tempo.

O pressuposto da exogeneidade sugere que o valor esperado do erro aleatório não é uma função da variável independente, ou seja, nenhuma variável independente carrega informação sobre o valor esperado do erro. Para a verificação do pressuposto, foram efetuadas correlações entre as variáveis independentes e o erro aleatório para cada modelo.

Segundo Wooldridge (2002), é conveniente assumir que os erros aleatórios sejam normalmente distribuídos, com média zero e variância constante. Contudo, o autor afirma que a normalidade não é necessária para obter muitos dos resultados da regressão múltipla, podendo esse pressuposto ser relaxado.

Ainda segundo o autor, os estimadores do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) satisfazem a normalidade assintótica, ou seja, eles aproximadamente têm distribuição normal em amostras de tamanhos suficientemente grandes. Portanto, os coeficientes da regressão são consistentes e não-viesados assintoticamente.

Com base no teste de *Jarque-Bera*, todos os modelos operacionais rejeitaram a hipótese nula de normalidade nos ambientes econômicos estudados neste trabalho. Todavia, apesar de apresentar o teste específico em cada estimação, o pressuposto da normalidade é relaxado nas inferências sobre os parâmetros dos modelos, pois seus coeficientes são consistentes e não-viesados assintoticamente, como exposto anteriormente.

Quanto ao pressuposto da homoscedasticidade, Wooldridge (2002) afirma que os resíduos da regressão são homoscedásticos quando a sua variância é constante, caso contrário, são considerados heteroscedásticos. O autor afirma que a heteroscedasticidade não provoca viés ou inconsistência nos estimados do MQO e não afeta as estimativas do R^2 , mas os estimadores do MQO não serão assintoticamente os mais eficientes, assim, podem-se encontrar outros estimadores mais eficientes. A análise deste pressuposto foi feita primeiramente com base no teste de *White*, e complementarmente pelo teste de *Breusch-Pagan* (teste do tipo multiplicador de lagrange).

Para melhorar as estimações dos parâmetros e, consequentemente, extrair inferências mais adequadas sobre os modelos analisados, foi utilizado o estimador de *White* para obter o erro-padrão robusto em relação à heteroscedasticidade. Segundo Wooldridge (2002), os erros-padrão robustos são válidos com maior frequência do que os erros-padrão usuais estimados pelo MQO e, quando as hipóteses de normalidade e homoscedasticidade são observadas, as estatísticas *t* usuais têm distribuição exata, independentemente do tamanho das amostras.

Em seguida, o modelo clássico de regressão linear descreve que não pode existir correlação serial entre os resíduos. Da mesma forma que na presença de heterocedasticidade, os estimadores do MQO na presença de autocorrelação permanecem não-enviesados e consistentes, porém não são os estimadores de menor variância. Para analisar a existência de autocorrelação nas estimações, o presente estudo utilizou o teste de Wooldridge.

E, finalmente, o pressuposto da multicolinearidade sugere as variáveis explicativas não devem apresentar alta correlação (não perfeita), com pena de afetar significativamente a estimação ou o sinal encontrado. Wooldridge (2002) afirma que é rara a ausência total de multicolinearidade, os chamdos regressores ortogonais, pois se espera que exista alguma correlação entre os regressores, portanto, o problema da multicolinearidade está no grau com que isso acontece. Para verificar o grau de multicolinearidade entre as variáveis independentes, foi utilizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF).

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A apresentação e análise dos resultados está dividida em 5 seções. Na Seção 4.1, é aplicado o modelo de Kang-Sivaramakrishanan (1995) para estimação dos *accruals* discricionários, utilizada para medir o grau de Gerenciamento de Resultados nas empresas. Na Seção 4.2, encontra-se a análise descritiva das variáveis de pesquisa, conforme o modelo proposto na Seção 3.5. A Seção 4.3 apresenta a análise descritiva das variáveis de Estrutura de Propriedade. Na Seção 4.4 compreende-se a análise dos resultados das regressões, servindo de base para a verificação das hipóteses de pesquisa. E, por fim, na seção 4.5 são apresentadas as conclusões deste trabalho.

4.1 Estimação dos *Accruals* Discricionários

O modelo KS (1995) representa um avanço em relação a outras metodologias empíricas para detecção de Gerenciamento de Resultados. Nele estão as variáveis potencialmente capazes de explicar a variação nos *accruals* totais (AT): receitas (REV), despesas (EXP) e ativo imobilizado (PPE). Os coeficientes da regressão são utilizados para estimação do componente erro (Gerenciamento de Resultados).

$$AT_{it} = \alpha + \beta_1(\delta_1 REV_{it}) + \beta_2(\delta_2 EXP_{it}) + \beta_3(\delta_3 PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

It = empresa i no período t

AT_{it} = *accruals* totais estimadas*;

$\delta_1 = REC_{i,t-1} / REV_{i,t-1}$;

$REC_{i,t-1}$ = saldo da contas a receber (clientes) no período $t - 1$;

$REV_{i,t-1}$ = receitas líquidas no período $t - 1$;

REV_{it} = receitas líquidas*;

$\delta_2 = (CGL_{i,t} - REC_{i,t}) / EXP_{i,t-1}$;

$CGL_{i,t}$ = saldo do capital de giro líquido, excluídas as disponibilidades, financiamento de curto prazo e provisão de impostos a pagar

$INV_{i,t-1}$ = saldo da conta estoque no período $t - 1$;

$DespAnteci_{i,t-1}$ = saldo da conta despesas antecipadas no período $t - 1$;

$CP_{i,t-1}$ = saldo das contas a pagar no curto prazo no período $t - 1$;

$EXP_{i,t-1}$ = despesas operacionais, excluídas depreciação;

EXP_{it} = despesas operacionais, excluídas depreciação*;

$\delta_3 = Deprec_{i,t-1} / PPE_{i,t-1}$

$PPE_{i,t-1}$ = saldo do ativo imobilizado, investimentos e diferido no período $t - 1$;

PPE_{it} = saldo do ativo imobilizado, investimentos e diferido*;

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = coeficientes estimados da regressão;

ε_{it} = erro de regressão (*proxy* de gerenciamento de resultados)

*ponderados pelos ativos totais no final do período $t - 1$

A estimação dos coeficientes da regressão pelo modelo KS (1995) é feito sob duas abordagens distintas: modelo pelo Método de Mínimos Quadrados (MQO), que apesar de mais simples já permite fazer inferências sobre a significância e sobre os sinais esperados dos coeficientes; e o modelo com variáveis instrumentais (IV), modelo estatisticamente mais robusto que contorna o problema da correlação entre variáveis explicativas e o erro (e), discutido na Seção 3.2. O número de empresas abertas analisadas nos modelos é a mesma, 194.

Com base na estimação por MQO, verificou-se que somente a variável de Ativo Imobilizado (PPE) teve capacidade de explicar as variações nos *accruals* totais, sob os níveis de significância usuais. As variáveis Despesas (EXP) e Ativo Permanente (PPE) não se mostraram significativas como variável explicativa.

A não significância encontrada sugere que a variabilidade destas variáveis não é um fato explicativo dos *accruals* totais. Logo, a estimação dos *accruals* discricionários não pode ser efetuada utilizando os respectivos coeficientes. Adicionalmente, pelo teste F o modelo

MQO se mostrou significativo e os sinais obtidos para os coeficientes da regressão apresentaram-se de acordo como o esperado.

O modelo com base em variáveis instrumentais (IV), tecnicamente mais completo, evidenciou resultados mais satisfatórios, com significante estatística F. No caso, todas as variáveis explicativas de Receitas (REV), Despesas (EXP) e Ativo Imobilizado (PPE) se mostraram significantes a um nível de 1% e com sinal de acordo com o esperado, indicando que o modelo foi adequadamente especificado. O intercepto foi significativo a um nível de significância de 5%, sendo também incorporado no cálculo dos *accruals* discricionários. Os coeficientes foram estimados através do método de Mínimos Quadrados de Dois Estágios (MQ2E).

TABELA 9 – Estimações pelo modelo KS (1995)

Regressão por efeitos fixos – Erro-padrão robusto						
AT	Método de Mínimos Quadrados (MQO)			Variáveis Instrumentais IV (MQ2E)		
	Coef.	Z	P > Z	Coef.	Z	P > Z
REV	-0.0072763	-0.41	0.680	.1252047	2.72 *	0.007
EXP	.0159902	1.71 ***	0.088	.0678402	4.32 *	0.000
PPE	-8.008400	-6.58 *	0.000	-.6799157	-5.23 *	0.000
_cons	.0056430	0.98	0.325	-.0169324	-1.89 **	0.059
Obs	1304			1296		
Estatística F	15.73			23.01		
Prob > F	0.0000			0.0000		
R ²	0.0350			0.0240		
Adj R ²	0.0328					
Cragg-Donald				120.622		

Ao contrário da utilização do modelo MQO, a utilização de variáveis instrumentais e aplicação de Mínimos Quadrados de Dois Estágios (M2QO) levou a estimação de regressores não-viesados e consistentes. Visto que a técnica é mais compatível ao problema, optou-se no presente estudo pela estimação dos valores de *accruals*

discricionários (AD), *proxy* de Gerenciamento de Resultados, pelo modelo KS (1995) com variáveis instrumentais (IV).

Na Tabela 4, observa-se ainda a estatística Cragg-Donald para a verificação de força (fraqueza) dos instrumentos utilizados no modelo. Com base no valor encontrado pode-se rejeitar a hipótese nula de instrumento fraco, logo os resultados apontam para a existência de variáveis instrumentais fortes no modelo. A estatística Cragg-Donald é apresentada, já que no modelo MQO não se utilizou a abordagem de variáveis instrumentais (VI).

4.2 Estatísticas descritivas das variáveis

Estatística descritiva fornece resumos simples sobre a amostra e sobre as observações que foram feitas. Normalmente são usadas medidas de tendência central (média, mediana, etc.) e medidas de variabilidade (desvio padrão, valor máximo/mínimo, etc) para formar a base da descrição inicial dos dados, ou como parte de uma análise estatística mais extensa.

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas dos *accruals* discricionários (AD) obtidos por meio do modelo KS (1995), como medida de Gerenciamento de Resultados. Também são mostrados os ADs em valores absolutos (ADmod), que mede a transferência de um período para o outro, sem ser sensível ao tempo de quando os resultados são aumentados ou diminuídos. Em seguida, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis independentes de concentração do direito de voto (CONCVOTO), concentração do direito de propriedade (CONCTOTAL) e excesso de voto (EXC), medidas com base no principal acionista e nos 3 maiores acionistas em participação, além das variáveis de controle de tamanho (TAM), rentabilidade (RENT) e nível de endividamento (ALAV) das empresas abertas da amostra.

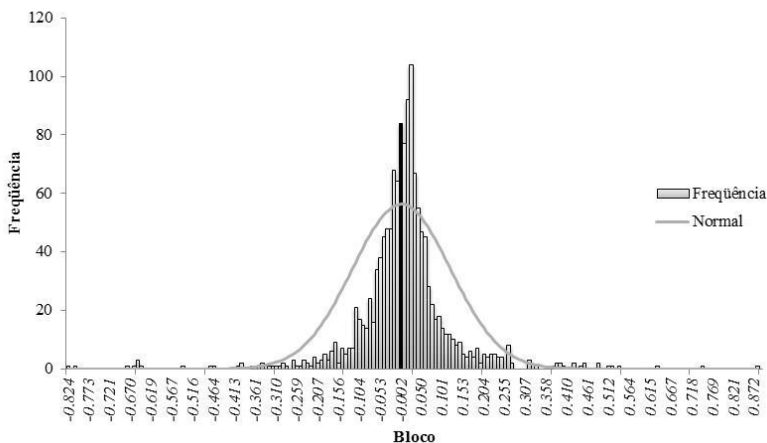
TABELA 3 – Estatísticas Descritivas das variáveis de pesquisa

	AD	CONCTOTAL		CONCVOTO		EXC		TAM	RENT	ALAV
		- 1 -	- 3 -	- 1 -	- 3 -	- 1 -	- 3 -			
Mínimo	-0.8327	0.14	0.14	0.14	0.14	-62.76	-14.69	3.87	-0.82	6.80
Máximo	0.8808	100	100	100	100	64.56	61.32	8.90	0.89	224.50
Média	0.0008	40.08	59.73	49.51	69.14	9.43	9.42	6.38	0.04	59.20
Mediana	0.0035	35.67	59.03	50.18	72.16	0.00	0.00	6.37	0.04	56.55
DesvPad	0.1221	21.98	21.51	25.85	23.50	16.37	14.96	0.74	0.11	26.38
Variância	0.0149	483.04	462.62	668.18	552.22	267.99	223.86	0.55	0.01	696.08
Curtose	11.8830	0.04	-0.70	-0.82	-0.79	2.07	0.99	0.36	15.12	8.00
Assimetria	-0.3496	0.74	0.03	0.33	-0.43	1.52	1.46	0.06	0.55	1.92
Intervalo	1.7135	99.86	99.86	99.86	99.86	127.32	76.01	5.04	1.70	217.70
Obs.	1358	1356	1356	1356	1356	1356	1356	1356	1349	1346

Na análise dos *accruals* discricionários (AD), evidenciou-se uma distribuição entre empresas que possuíam ADs positivos (aumentando seus resultados) e outras que possuíam ADs negativos (diminuindo seus resultados). Foram observados na amostra empresas que apresentaram até 88% de *accruals* discricionários na composição dos seus resultados. Na média, os resultados divulgados foram gerenciados em torno de 0,8%, com predominância de ADs positivas, no sentido de aumentar o resultado reportado.

Esta evidência pode ser confirmada pela análise da distribuição de frequência (histograma), apresentada a seguir. Foi possível observar um número maior de empresas nas faixas de gerenciamento que indicam ADs positivos, e próximos de zero, o que sugere a intenção de não reportar pequenos ou nenhum lucro no período, que possa gerar expectativas negativas quanto aos lucros futuros, ou evitar reportar perdas, sustentando o desempenho ao longo do tempo. Embora não tenha sido aplicado qualquer teste estatístico para evidenciar a significância dos resultados, a apresentação do histograma colabora com o convencimento de que existe preocupação em apresentar números que agradem ao mercado de capitais.

FIGURA 6 – Distribuição de frequência das empresas com base no nível de accruals discricionários (AD)



Fonte: Elaboração própria.

Pela análise de rentabilidade (RENT), as empresas apresentaram um desempenho médio positivo no decorrer do período analisado, com um retorno sobre o ativo total (ROA) em torno de 4%. Foram observados na amostra empresas com níveis de desempenho muito abaixo da média, com queda de até 81,6%. Por outro lado, algumas empresas apresentaram desempenhos extremos, com aumento de 88,7% no decorrer do período.

Já a análise da estrutura de capital das empresas mostrou algumas particularidades significativas. As empresas analisadas se mostraram bastante alavancadas, com nível de endividamento médio de 59,4%. Isto é, aproximadamente dois terços do capital investido das empresas teve fonte em terceiros. Observaram-se ainda uma parcela de empresas que apresentam passivo a descoberto.

4.3 Análise descritiva da Estrutura de Propriedade

Com base nas estatísticas descritivas das variáveis de Estrutura de Propriedade e Controle, foi possível observar características particulares do mercado de capitais brasileiro que são essenciais ao entendimento das motivações que levam gestores a gerenciar seus resultados, e a

interpretação dos resultados finais. Leal *et al.* (2002) afirmam que a influência da estrutura de propriedade e controle é fundamental para destacar o grau de diversificação de risco dos acionistas e também um potencial problema de agência, envolvendo gestão e acionistas, acionistas controladores e acionistas minoritários.

Desse modo, observou-se no contexto brasileiro, assim como em outras pesquisas nacionais sobre o tema, o predomínio de empresas com estruturas concentradas de propriedade e controle. Na média, cerca de 60% das ações da empresa é detida pelo grupo dos 3 maiores acionistas, demonstrando baixa pulverização da participação acionária. Quando se considera apenas a participação do acionista principal, a concentração acionária é de aproximadamente 40%.

Na análise da variável de concentração do direito de controle, os resultados indicam padrões ainda mais elevados de concentração. Observou-se que os três maiores acionistas controlam mais de 70% das ações com direito de voto das companhias brasileiras abertas. Quando se considera apenas a participação do acionista principal, o nível de concentração reduz-se para 50%, patamar que se caracteriza pela presença do acionista majoritário e controlador.

Na sequência, as estatísticas descritivas mostram a disparidade entre a concentração do direito de controle e a concentração do direito sobre o fluxo de caixa, denominado “excesso do direito de voto”, das empresas da amostra. Observou-se que quase metade das empresas analisadas (49%) segregam o direito de controle do direito sobre a propriedade emitindo ações sem direito a voto (ações preferenciais).

Constatou-se um excesso de voto médio nas empresas brasileiras abertas de aproximadamente 9,5%. Os valores de excesso de voto variam entre (-)14,5% e (+)61,3%, com predominância de valores positivos para a variável, indicando a existência de uma separação entre acionistas que buscam o controle e acionistas que buscam o recebimento de dividendos.

A análise descritiva verificou ainda particularidades importantes da evolução ao longo do período da Estrutura de Propriedade e Controle existente nas empresas brasileiras. Embora tenha se evidenciado uma alta concentração das ações das empresas abertas, observou-se uma pequena tendência de disseminação do capital das companhias. Em 2008, a concentração do direito de controle (ações ordinárias) representava 72%, reduzindo significativamente nos anos seguintes, até 67,8%, com uma pequena recuperação nos últimos dois anos, 69%.

A concentração do direito de propriedade, apesar de uma queda considerável nos dois primeiros anos, de 62% para 58,6%, apresentou

um crescimento nos anos seguintes, chegando a 60%. A disseminação do controle e a concentração do direito sobre o fluxo de caixa podem ser verificadas pela redução da variável excesso de voto. Observou-se que em 2008 o grau de desalinhamento das concentrações foi de 10,23%, reduzindo constantemente ao longo dos anos, até 8,84%.

Estas evidências são importantes visto o processo de maturação do mercado de capitais brasileiro, e os constantes esforços realizados pelos reguladores visando a eficiência do sistema. Tem-se observado no Brasil um direcionamento da atual legislação societária, em especial com a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, para a disseminação do capital das empresas com ações negociadas em bolsa de valores, visando minimizar o risco, e assim o custo de novos financiamentos. Assim, os resultados encontrados corroboram com esta perspectiva.

TABELA 4 – Estatísticas Descritivas das variáveis de Estrutura de Propriedade e Controle, 2008 a 2014.

		CONCTOTAL		CONCVOTO		EXC	
		- 1 -	- 3 -	- 1 -	- 3 -	- 1 -	- 3 -
Média	2008	41.90	61.78	52.48	72.01	10.58	10.23
	2009	40.68	60.48	50.85	70.46	10.17	9.98
	2010	39.92	58.67	49.70	68.66	9.78	9.98
	2011	39.49	58.93	48.27	67.99	8.78	9.07
	2012	38.91	58.94	47.82	67.89	8.92	8.96
	2013	39.24	59.12	48.16	67.99	8.91	8.86
	2014	40.43	60.18	49.31	69.03	8.88	8.84
Amostra (total)	Média	40.08	59.73	49.51	69.14	9.43	9.42
	Mín	0.14	0.14	0.14	0.14	-62.76	-14.69
	Máx	100.00	100.00	100.00	100.00	64.56	61.32
	Mediana	35.67	59.03	50.18	72.16	0.00	0.00
	DesvPad	21.98	21.51	25.85	23.50	16.37	14.96

Empresas abertas com estrutura de controle do tipo concentrado, isto é, que o maior acionista ou grupo de acionistas em comum acordo detém mais de 50% das ações com direito a voto, compreendem mais de 75% da amostra. Já empresas com controle do tipo difuso, em que o

maior acionista ou grupo de acionistas em comum acordo detém menos de 50% das ações ordinárias, representam somente 18% do total. E as que se enquadram no controle do tipo pulverizado são apenas 4,1%.

O tipo de participação acionária pulverizada, segundo Assaf Neto (2012), é mais comum em mercado de capitais evoluídos, como nos Estados Unidos, onde a capacidade de poupança da economia é elevada e a cultura do investimento em ações mais disseminada entre as pessoas. Em verdade, à medida que uma economia se desenvolve, o seu mercado de capitais também cresce, aumentando a quantidade de acionistas e promovendo uma maior pulverização do capital das empresas. Em diversas economias mais desenvolvidas, o controle acionário de uma companhia pode se dar com menos de 10% do capital votante.

TABELA 5 – Participação das empresas por tipo de controle, 2014.

Tipo	Empresas	Part.%
Concentrado	150	77.3%
Definido ou Difuso	36	18.6%
Pulverizado	8	4.1%
Total	194	100%

TABELA 6 – Participação das empresas por emissão de ações preferenciais, 2014.

	Empresas	Part.%
Com emissão	96	49.5%
Sem emissão	98	50.5%
Total	194	100.0%

Na análise descritiva do tipo de acionista controlador ficou evidenciada a predominância de empresas abertas controladas por grupos privados nacionais, representando mais de 40% da amostra. As empresas de controle familiar ou individual compreendem cerca de 25% do total das empresas analisadas. Já as companhias controladas por grupos privados estrangeiros representam pouco mais de 20%. E, por

fim, as Estatais controladas pelo governo brasileiro compreendem apenas 12,4%.

TABELA 7 – Empresas por Tipo de Acionista Controlador

Tipo	Empresas	Part.%
Privado Nacional	81	41.75%
Familiar Individual	49	25.26%
Privado Estrangeiro	40	20.62%
Estatal	24	12.37%
Total	194	100%

Embora grande parte da amostra tenha origem brasileira, as empresas abertas controladas por grupos estrangeiros representam mais de 20% do total. Na amostra utilizada foram identificadas empresas com origem de capital em 16 diferentes países, incluindo o Brasil. A análise descritiva dos dados mostrou que, dentre os países estrangeiros, os Estados Unidos apresentam o maior número de observações (10), seguida da Espanha (5), Itália (4) e Canadá (3). Uma parte significativa dos países evidenciados apresenta pouca participação na amostra, o que pode trazer inconsistência aos resultados.

TABELA 8 – Empresas por Origem do capital

Origem	Empresas	Part.%
Brasil	154	79.38%
Estados Unidos	10	5.15%
Espanha	5	2.58%
Itália	4	2.06%
Canadá	3	1.55%
Bermuda	3	1.55%
Outros	15	7.73%
Total	194	100%

4.4 Análise dos Resultados

Para investigar a relação entre Gerenciamento de Resultados e a Estrutura de Propriedade nas companhias abertas analisadas foram realizadas regressões independentes para cada hipótese de pesquisa. As regressões seguem um modelo na qual mostram a AD como variável dependente e as demais como variáveis independentes.

Com o intuito de analisar adequadamente as especificações dos modelos, também foram realizadas transformações (padronizadas, logaritmo, inversa e raiz quadrada) nas variáveis originais do modelo para solucionar eventuais problemas econométricos. Porém, nenhuma das estimações com variáveis transformadas melhorou a especificação dos modelos com as variáveis originais e/ou resolveu os problemas relacionados aos pressupostos da regressão. Portanto, as inferências contidas neste trabalho referem-se exclusivamente às estimativas com as variáveis originais.

Dito isso, temos:

$$AD_{it} = \alpha + \beta_1 (CONC_{it}) + \beta_2 (TAM_{it}) + \beta_3 (RENT_{it}) + \beta_3 (ALAV_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

it = empresa i no período t

AD it = *accruals* discricionários (*proxy* de gerenciamento de resultados);

CONC it = variáveis de concentração:

- (6) Concentração do direito sobre o fluxo de caixa (ConcTotal%)
- (7) Concentração do direito de controle (ConcVoto%)
- (8) Excesso do direito de voto (EXC%)
- (9) Tipo do Acionista Controlador (Tipo)
- (10) Origem do Capital (Origem)

TAM it = variável de tamanho, medida pelo log dos ativos totais;

RENT it = variável de rentabilidade, medida pelo ROA (%);

ALAV it = variável de nível de endividamento, medido pelo exigível sobre o ativo total (%);

ε_{it} = erro de regressão

Depois de realizados testes estatísticos descritos na Seção 3.9, constatou-se que a melhor abordagem para a regressão com dados em painel seria por efeitos fixos. Assume-se que o termo de erro captura características específicas de cada unidade de observação (empresa) e de tempo (ano), não observadas pelas variáveis explicativas selecionadas, uma vez que podem ter diferenças estatísticas significativas. Espera-se,

com isso, melhorar a capacidade de explicação das variáveis de estrutura de propriedade e controle.

Em seguida, a verificação das suposições estatísticas apontou, com base no teste de White e complementarmente o teste de Breusch-Pagan, a existência de heterocedasticidade nos resíduos. Como discutido anteriormente, o problema não provoca viés ou inconsistência nos estimadores e não afeta as estimativas do R^2 , de qualquer modo optou-se por utilizar o estimador de White para obter o erro-padrão robusto em relação à heterocedasticidade.

A fim de evitar problemas de autocorrelação das variáveis representativas de estrutura de propriedade e controle, foram realizadas estimações independentes para cada uma das variáveis descritas na Seção 3.3. As amostras possuem o mesmo número de empresas, 194, entre os anos de 1998 a 2014 (7 anos). Nas variáveis Tipo do acionista controlador e Origem do capital foram utilizados dados das informações mais recentes divulgadas pelas empresas, no ano de 2014.

Nas tabelas a seguir são apresentados os coeficientes estimados das regressões e os respectivos valores para estatística t de cada variável explicativa. Além disso, constam os coeficientes de determinação R^2 e os resultados da estatística F dos modelos estimados.

TABELA 10 – Resultados com base nas variáveis de concentração

Regressão por efeitos fixos – Erro-padrão robusto						
<i>AD</i>	Modelo (1)		Modelo (2)		Modelo (3)	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
<i>TAM</i>	.0803617	3.90*	.0801917	3.92*	.0706143	3.54*
<i>RENT</i>	.2786329	6.51*	.2776656	6.49*	.2817007	6.58*
<i>ALAV</i>	-0.0008363	-2.63*	-0.0008650	-2.71*	-0.0008235	-2.58*
<i>CONCVOTO</i>	.0008135	1.82**				
<i>CONCPROP</i>			.0009268	1.98**		
<i>EXCESSO</i>					-0.000634	-0.10**
<i>_cons</i>	-0.5131585	-3.75*	-0.5067543	-3.72*	-0.4110509	-3.26*
<i>Obs</i>		1342		1342		1342
<i>Estatística F</i>		17.24		17.40		16.37
		(4, 1144)		(4, 1144)		(4, 1144)
<i>Prob > F</i>		0.0000		0.0000		0.0000
<i>R²</i>		0.0569		0.0574		0.0541

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Pela análise da estatística F e do p-valor, o modelo proposto se mostrou adequadamente especificado e estatisticamente significativa a níveis usuais de intervalo de confiança. Logo, deduz-se que as variáveis independentes do modelo têm capacidade de explicar o comportamento da variável dependente (Gerenciamento de Resultados). Já os valores do R-quadrado foram relativamente baixos na estimação das variáveis de concentração acionária, mostrando que existem outros fatores que afetam a variável de gerenciamento de resultados.

As variáveis de concentração do direito de controle (CONCVOTO) e concentração do direito sobre o fluxo de caixa (CONCPROP) se mostraram significantes a um nível de 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes estimados sugeriram uma relação positiva entre *accruals* discricionários (AD) e concentração acionária, indicando que quanto mais concentrada for a estrutura de propriedade e controle das empresas maior a tendência a ocorrer manipulação dos resultados reportados.

Os resultados evidenciados mostraram uma relação oposta a esperada, de que um aumento na participação sobre capital da empresa

pelo acionista principal teria efeito restritivo sobre o Gerenciamento de Resultados. Desse modo, as Hipóteses 1 e 2, de que a concentração acionária pode exercer influência mitigadora sobre a discricionariedade da gestão e que a presença do acionista controlador nas empresas abertas pode resultar em melhor qualidade das informações contábeis, não podem ser confirmadas.

A análise dos valores dos coeficientes estimados das variáveis mostra que a concentração da propriedade sobre o fluxo de caixa (CONCPROP) tem um impacto significativamente maior sobre os níveis de gerenciamento de resultados, quando se comparado apenas o aspecto do controle (CONCVOTO). Portanto, a prática de gerenciamento nas empresas analisadas estaria mais atrelada ao objetivo de atender as expectativas dos acionistas-investidores, tornando-as mais atrativas e consequentemente mais valorizadas no mercado, do que com o objetivo de criar ganhos particulares aos acionistas majoritários e controladores, em detrimento à empresa e demais acionistas.

Distribuindo as empresas com base no tipo de controle existente, observou-se que o gerenciamento de resultados é relativamente maior em empresas com controle difuso ou pulverizado. Notadamente, empresas com controle concentrado são menos atrativas a novos investidores. Por outro lado, quando as ações se encontram dispersas em grande número de acionistas, a disputa pelo controle é mais acirrada, e as expectativas em torno do desempenho são maiores, o que pode ter influência positiva sobre as práticas de gerenciamento.

TABELA 11 – Resultados com base no tipo de controle

Regressão por Método de Mínimos Quadrados (MQO)		
AD	Modelo (4)	
	Coef.	t
TAM	.5353584	6.49*
RENT	.0256785	2.80*
ALAV	.0001386	0.60
CONCENTRADO	-.1949839	-3.13*
DIFUSO	-.2097977	-3.25*
PULVERIZADO	-.2020277	-2.87*
Obs	193	
Estatística F	11.82 (6, 187)	
Prob > F	0.0000	
R ²	0.2749	

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

No que tange a segregação dos direitos de controle e propriedade, o coeficiente estimado indicou uma relação inversa entre o excesso do direito de voto (EXC) e os níveis de *accruals* discricionários (AD). Os resultados sugerem que nas empresas abertas que apresentam um maior grau de desalinhamento entre a concentração de votos e a concentração de propriedade dos controladores o gerenciamento de resultados tende a ser menor. Portanto, o excesso de voto teria efeito restritivo sobre o gerenciamento de resultados.

A disseminação do capital em ações sem direito de voto (ações preferenciais), à medida que atrai novos investidores, aumenta as expectativas em torno do resultado final da empresa. A maior abertura do capital a novos acionistas investidores levaria então a uma maior exposição da empresa ao mercado, aumentando os custos associados ao gerenciamento de resultados. Embora o sinal do coeficiente seja negativo, como previsto, a variável não apresentou significância estatística suficiente para se afirmar que esse resultado seja conclusivo.

Na análise do tipo do acionista controlador, evidenciou-se uma incidência maior de *accruals* discricionários (AD) em empresas controladas por grupos privados estrangeiros. Na sequência,

encontraram-se as empresas familiares-individuais, as empresas controladas por grupos privados nacionais e, por fim, as empresas estatais controladas pelo governo.

A variável categórica que identifica o tipo de acionista controlador apresentou significância estatística dentro dos níveis usuais de intervalo de confiança. Logo, os resultados mostram que a relação entre a variável dependente (gerenciamento de resultados) e as variáveis binárias (tipo de acionista controlador) é significativa estatisticamente, confirmando a Hipótese 4 de pesquisa.

TABELA 12 – Resultados com base no tipo de acionista controlador

Regressão por Método de Mínimos Quadrados (MQO)		
AD	Modelo (5)	
	Coef.	t
TAM	.0251582	2.44 *
RENT	.5322823	6.45 *
ALAV	.0001214	0.51
PRIV ESTRANG	-.2075439	-2.83 *
ESTATAL	-.1776700	-2.26 **
FAMILIAR	-.1975260	-2.94 *
PRIV NACIONAL	-.1879142	-2.77 *
Obs		193
Estatística F		11.82
		(6, 187)
Prob > F		0.0000
R ²		0.2749

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Observou-se também que o gerenciamento de resultados é significativamente maior em empresas abertas com origem de capital proveniente da África do Sul, Luxemburgo, Holanda e Estados Unidos, nessa ordem. Já da França, Austrália, Colômbia e Alemanha apresentaram os menores níveis de *accruals* discricionários da amostra.

Embora pela análise do p-valor, as variáveis binárias (países) se mostraram significativas aos níveis usuais de intervalo de confiança, com exceção das variáveis Bélgica e México, o modelo que analisa a origem do capital das empresas apresentou algumas limitações quanto à

significância estatística, o que já era esperado devido ao número grande de variáveis binárias inseridas.

TABELA 13 – Resultados com base na origem do capital

Regressão por Método de Mínimos Quadrados (MQO)		
AD	Modelo (6)	
	Coef.	t
TAM	.0252187	2.54 *
RENT	.5543313	6.46 *
ALAV	.0001445	0.60
EUA	-.2081981	-2.71 *
BRASIL	-.1917375	-2.87 *
CANADÁ	-.1989544	-1.96 ***
BÉLGICA	-.2182294	-0.73
ITÁLIA	-.1891372	-2.01 **
ESPAÑA	-.2094950	-2.49 *
AFRICASUL	-.4198288	-2.61 *
LUXEMBRG	-.2682831	-3.03
MEXICO	-.1844282	-1.30
PORTUGAL	-.1850852	-1.79 ***
COLOMBIA	-.1798379	-1.95 **
ALEMANHA	-.1879932	-1.96 **
AUSTRALIA	-.1742362	-1.71 ***
BERMUDA	-.2140961	-2.62 *
HOLANDA	-.2490124	-2.95 *
FRANÇA	-.1726174	-1.72 ***
Obs		193
Estatística F		3.84
		(19, 174)
Prob > F		0.0000
R ²		0.2957

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Uma análise complementar mostrou uma maior incidência de *accruals* discricionários em empresas abertas dos setores de Mineração, Software e dados e Eletroeletrônicos. Por outro lado, empresas dos setores de Telecomunicações e Energia Elétrica apresentaram os menores níveis de gerenciamento de resultados da amostra, o que já era esperado visto que ambos são setores altamente regulados no país.

TABELA 14 – Resultados com base no setor econômico

Regressão por Método de Mínimos Quadrados (MQO)		
AD	Modelo (7)	
	Coef.	t
TAM	.0166245	1.64 ***
RENT	.4452099	5.46 *
ALAV	.0000597	0.26
ENERGIA	-.0961708	-1.28
SIDER_METAL	-.1172193	-1.69 ***
TRANSPORTE	-.1125592	-1.56
TEXTIL	-.1246645	-1.84 ***
ALIM_BEB	-.1077344	-1.44 ***
COMERCIO	-.1282547	-1.86
ELETROELET	-.2834444	-3.79 *
VEICULOS_PEC	-.1223047	-1.77 ***
QUIMICA	-.1282094	-1.76 ***
CONSTCIVIL	-.1395424	-1.99 **
PETROLEO_GAS	-.1460314	-1.36
PAPEL_CELUL	-.1085757	-1.30
TELECOMUNIC	-.0834455	-1.00
MIN N METAIS	-.1694983	-1.98 **
MAQ_INDUSTRI	-.1485232	-1.74 ***
MINERAÇÃO	-.3977763	-4.39 *
AGROPECUA	-.0727019	-0.77
SOFTWARE	-.2941149	-3.27 *
OUTROS	-.1475930	-2.17 **
Obs		193
Estatística F		5.90
		(22, 171)
Prob > F		0.0000
R ²		0.4317
		* Significativo a 1%
		** Significativo a 5%
		*** Significativo a 10%

Adicionalmente, as variáveis de controle de tamanho (TAM), rentabilidade (RENT) e nível de endividamento (ALAV) se mostraram significativas em grande parte dos modelos utilizados. Os resultados encontrados para a variável TAM indicaram níveis mais elevados de gerenciamento de resultados nas empresas de grande porte, que apresentam custos políticos. A relação da variável RENT se mostrou significativamente positiva, evidenciando que empresas com maiores desempenhos tendem a apresentar maiores níveis de *accruals* discricionários. Finalmente, a análise mostrou que o gerenciamento de

resultados é significativamente menor nas empresas mais alavancadas, fato que pode estar motivado pelo aumento do monitoramento dos credores.

Isto posto, o presente estudo chegou as seguintes resultados:

- Empresas com estrutura de propriedade e controle mais concentrada apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados.
- O efeito incentivo sobre o gerenciamento de resultados é maior em razão da concentração da propriedade (ações totais), que envolve o retorno de dividendos aos acionistas.
- Empresas com maior grau de desalinhamento entre propriedade e controle, denominado excesso de voto, apresentaram menores níveis de gerenciamento de resultados, como em um efeito limitante. O resultado não se mostrou conclusivo.
- A manipulação de dados ocorre principalmente em empresas controladas por grupos privados estrangeiros, com origem na África do Sul, Luxemburgo, Holanda e Estados Unidos (especialmente, países em que predomina a “*common law*”). Em seguida, encontram-se empresas com controle familiar-individual, privado nacional e estatal, com menor intensidade.
- Empresas dos setores de Mineração, Software e dados e Eletroeletrônicos apresentaram níveis maiores de gerenciamento de resultados contábeis. Por outro lado, o gerenciamento de resultados é significativamente menor em setores regulados pelo Estado, como no caso das Telecomunicações e Energia Elétrica.

4.5 Comentários Gerais

Diante dos coeficientes estimados a partir do tratamento estatístico proposto por este trabalho, os resultados sugerem uma associação positiva e estatisticamente significativa entre *accruals* discricionários e a concentração da propriedade. Estes resultados representam o oposto da

relação esperada e não apoiam a hipótese de que o gerenciamento de resultados pode ser limitado em virtude de uma maior concentração da estrutura de propriedade e controle. Ainda que as variáveis de controle tenham se mantido significativas e com os sinais dentro do esperado não é possível afirmar que a concentração acionária reflete uma menor propensão ao gerenciamento de resultados.

Observou-se que, no mercado de capitais brasileiro, três acionistas controlam mais de 70% do capital acionário das companhias abertas, demonstrando uma baixa pulverização da participação acionária. Tal como em Santana (2008), a realidade das empresas brasileiras é, em geral, a da existência de grande concentração do poder de voto, com grupos de controle claramente definidos, praticamente não existindo a situação em que os acionistas estão ausentes da direção da empresa e predomina o poder dos administradores. Logo, os conflitos de interesse nas firmas brasileiras são primeiramente associados a acionistas controladores e acionistas minoritários, e não entre gestores e acionistas, como no caso norte-americano e europeu.

Em uma situação de alta concentração acionária, existe uma maior chance de acionistas majoritários e controladores imporem seus interesses e preferências, tomando decisões com menor presença de minoritários, para atuar e pressionar. Assim, empresas com estrutura de controle e propriedade mais concentradas poderiam promover o gerenciamento de resultados com o objetivo de resguardar interesses dos acionistas majoritários e controladores, mediante a alteração da percepção de risco dos acionistas minoritários e preferencialistas.

Em contexto de dispersão do capital, acionistas minoritários podem apresentar grande poder de voto em assembleias gerais, participando de grupos que totalizam alta participação acionária. Quando o capital de uma companhia se torna mais pulverizada, a disputa pelo controle torna-se mais acirrada, tornando-a mais atraente a novos investidores. Assim, tem-se um maior acompanhamento do processo de reportação dos resultados contábeis, de modo a evitar desvios e fraudes contábeis por parte da administração e controladores.

Outra característica importante das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais). A emissão desses papéis atua como principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas empresas, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da sociedade do que seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de voto.

A emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) tende a aumentar a propensão ao risco das decisões por parte de acionistas majoritários e controladores, já que não carregam todo o ônus (risco) de suas escolhas. Assim, a estrutura concentrada de propriedade e controle proporcionaria incentivos para gestores e controladores reduzirem a qualidade das informações contábeis divulgadas, para criar benefícios particulares, através do gerenciamento de resultados.

Constatou-se também que o efeito incentivo sobre o gerenciamento de resultados é limitado com o aumento da diferença do direito de controle e do direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador. A disseminação do capital em ações preferenciais, à medida que atrai novos investidores, aumenta a exposição da empresa ao mercado, aumentando os custos associados ao gerenciamento de resultados. Nesse sentido, o excesso de voto teria efeito restritivo sobre o gerenciamento de resultados.

Embora pesquisas internacionais evidenciem que a presença de acionistas controladores em grandes empresas exerce influência mitigadora sobre a discricionariedade da gestão e que o funcionamento de mecanismos de governança, como a estrutura de propriedade e controle, pode resultar em melhor qualidade das informações contábeis, principalmente onde se tem baixa proteção legal ao investidor, contudo no ambiente brasileiro não foi possível comprovar esta hipótese.

Nesta direção, pesquisas nacionais também não evidenciaram que a maior concentração acionária está associada ao menor envolvimento de empresas de capital aberto com o gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2009; MOURA; HALL; TOLEDO FILHO, 2012; MOURA; MACEDO; SALLA; CUNHA, 2012). Apesar do percurso metodológico utilizado nesta pesquisa ter sido diferente das pesquisas nacionais anteriores que abordaram a mesma temática, os resultados encontrados são semelhantes em sugerir que a Estrutura de Propriedade não apresenta relação inversa com o Gerenciamento de Resultados.

Os resultados encontrados também evidenciaram um maior nível de *accruals* discricionários em empresas abertas controladas por grupos privados estrangeiros, cuja origem do capital decorre principalmente de países desenvolvidos, em que predomina a “*Common Law*”. Para La Porta *et al.* (1999), países cujas relações comerciais derivam do direito comum (*Common Law*), de origem Inglesa, tem um direcionamento maior a proteção dos direitos dos investidores, quando se comparado a países regidos pelo direito civil (*Civil Law*).

Presume-se que empresas provenientes de países cujo aparato legal de proteção aos acionistas decorre da “*Common Law*” estão mais

acostumadas e, geralmente, estruturadas para atender às diversas exigências legais que lhe são impostas pelo mercado, principalmente no que se refere à divulgação de informações internas (transparência). Assim, costumam apresentar um maior conhecimento gerencial e capacidade técnica de detecção de oportunidades, principalmente aquelas que decorrem da fragilidade da lei, o que poderia justificar a maior incidência de gerenciamento de resultados nesses casos.

Na sequência, observaram-se empresas abertas controladas por grupos familiares ou individuais. Segundo La Porta *et al.* (1999), essas empresas se caracterizam pela presença marcante na condução do negócio da vontade unipessoal dos membros da família ou indivíduo fundador, o que reduz o risco de uma possível divergência de interesses com a administração. Desse modo, com o objetivo de atingir as expectativas do mercado, e principalmente do acionista controlador, gestores seriam incentivados a gerenciar seus resultados.

Os resultados mostraram ainda que as empresas abertas controladas pelo governo apresentaram menores níveis de *accruals* discricionários. O fator restritivo ao gerenciamento de resultados pode ser entendido devido ao fato de que (i) empresas governamentais, por essência, têm uma maior exposição (custos políticos), devido à utilização de recursos públicos para realização dos investimentos, sendo constantemente pressionadas e monitoradas pelos demais investidores, analistas de mercado, órgãos de controle do governo, mídia, sociedade, entre outros; (ii) os direitos de propriedade são exercidos em algum nível burocrático, com vagos incentivos para melhorar o desempenho operacional, assim como a pouco ou quase inexistência de incentivos internos de remuneração aos executivos; e (iii) as estatais tenham sua área de atuação setores estratégicos da economia, como de Energia Elétrica e Petróleo, que são altamente regulados no país, o que reduz o escopo do gerenciamento de resultados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em razão da má conduta empresarial e as fraudes praticadas por grandes corporações nos últimos tempos, utilizando informações contábeis como instrumento para tal comportamento, tem-se colocado em situação delicada a confiabilidade dos demonstrativos financeiros divulgados pelas empresas. Não surpreende, portanto, a preocupação de legisladores, agentes fiscalizadores do mercado de capitais, administradores, analistas financeiros e pesquisadores com a conscientização sobre a seriedade do problema e com o controle sobre a prática de gerenciamento de resultados contábeis.

A Teoria da Agência, formulada por Jensen e Meckling (1976), tem auxiliado a compreender mais claramente os objetivos das pressões direcionadas ao processo de regulação contábil e os efeitos da informação contábil no aspecto distributivo dos recursos no mercado. Sob esta perspectiva, a Contabilidade atua como moderador dos conflitos de agência, à medida que se reduz a assimetria informacional entre os participantes no mercado.

A baixa qualidade das informações contábeis tende a favorecer empresas com baixo desempenho no mercado, em detrimento àquelas com melhor desempenho, resultando em distorções e na ineficiência da alocação de recursos no mercado. Do mesmo modo, a manipulação de dados contábeis afeta a confiança dos investidores em relação aos demonstrativos financeiros divulgados pelas empresas, contribuindo para o aumento do risco do negócio e, assim, do custo de captação de recursos pela empresa.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o fundamento da teoria da agência decorre da celebração de um contrato (relacionamento de agência) em que o principal espera que o agente tome decisões que atendam seus interesses. No entanto, as percepções de negócios e propensão a riscos dos agentes nem sempre são coincidentes, podendo assumir diferentes objetivos e atitudes perante as diversas decisões empresariais. Surge, então, a necessidade de monitorar a administração a fim de proteger os direitos dos acionistas e assegurar a confiabilidade dos relatórios contábeis.

Estudos têm mostrado que mecanismos de Governança Corporativa podem exercer influência restritiva sobre o comportamento oportunista dos gestores na contabilidade empresarial, incluindo a prática de gerenciamento de resultados (DECHOW *et al.*, 1996). Na contabilidade empresarial, a governança corporativa tem como objetivo principal oferecer maior transparência por meio de relatórios contábeis completos

e confiáveis das empresas, minimizando a assimetria de informação presente entre as diversas partes interessadas. A consequente melhoria da percepção do resultado pelos usuários, de acordo com Silveira (2002), resultaria na redução do risco e, com isso, do custo de capital da empresa, o que valorizaria os preços de mercado de suas ações.

Delimitando a Estrutura de Propriedade e Controle como um importante mecanismo de governança de controle interno às organizações, a literatura sugere que diferentes níveis de concentração acionária poderiam influenciar na qualidade das informações contábeis reportadas, promovendo ou mitigando a prática de gerenciamento de resultados (RAJGOPAL *et al.*, 1999; DONNELLY; LYNCH, 2002; ITURRIAGA; HOFFMAN, 2005; JAGGI; TSUI, 2007; ALI *et al.*, 2008; MARTINEZ, 2009; ALVES, 2012, entre outros).

A presença de acionistas controladores nas empresas de capital aberto tem sido constantemente objeto central de estudos em Finanças, visto a sua capacidade de influenciar na condução dos negócios, representando aos investidores externos o comprometimento da administração com a maximização do valor da empresa. Nas empresas de capital concentrado, o gestor é motivado a agir de acordo com os interesses do acionista majoritário, o que Claessens *et al.* (2002) denominou “efeito alinhamento” entre proprietários e administradores.

Nessa perspectiva, à medida que aumenta o grau de concentração acionária (capital investido), aumentam também os incentivos ao monitoramento da gestão, e reduzem os custos de um possível efeito carona (pequenos acionistas se beneficiando de gestão por monitoramento). De acordo com La Porta *et al.* (1999), a concentração dos acionistas poderia compensar a fragilidade das leis de proteção aos investidores, permitindo que grandes acionistas exerçam seu direito de controle para implementar medidas em prol da transparência (*disclosure*) das informações internas.

Nesse contexto, o presente estudo teve como objetivo examinar a relação entre o Gerenciamento de Resultados contábeis e a Estrutura de Propriedade e Controle existente nas empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, foram utilizadas variáveis representativas de Estrutura de Propriedade definidos com base em estudos anteriores, contemplando as seguintes perspectivas: (1) concentração do direito de controle, (2) concentração do direito sobre o fluxo de caixa, (3) excesso do direito de voto, (4) tipo de acionista controlador e (5) origem do capital.

Como medida de Gerenciamento de Resultados utilizou-se os *accruals* discricionários estimados a partir de variáveis instrumentais segundo o modelo econométrico proposto por Kang-Sivaramakrishnan

(1995). Para a construção da variável foram utilizados dados das demonstrações do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultados entre os anos de 2008 a 2014. Todavia, para obtenção de informações contábeis relativas à construção das variáveis instrumentais para a estimação dos *accruals* discricionários, foram necessários dados de 2007 e 2006 (ao todo 9 anos). A amostra contou com 194 empresas brasileiras abertas, com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

Mediante revisão teórico verificou-se que o Gerenciamento de Resultados constitui uma intervenção proposital da gestão para alterar a percepção de desempenho da empresa, reduzindo a qualidade das informações contábeis divulgadas. As motivações podem estar vinculadas ao mercado de capitais, as políticas regulatórias e as cláusulas contratuais. Por outro lado, a Estrutura de Propriedade está relacionada aos reflexos da separação da propriedade e controle nas empresas modernas e à constituição de mecanismos que buscam atenuar problemas de agência entre acionistas e gestores, acionistas controladores e acionistas minoritários.

Visto que a propriedade dispersa oferece um baixo monitoramento da gestão, dando maior liberdade à manipulação de dados contábeis, a existência de grandes acionistas surge como uma alternativa eficiente de controle nas organizações frente a discricionariedade de gestores nas escolhas contábeis e no processo de elaboração dos demonstrativos financeiros. Para grande parte da literatura internacional, a concentração do capital nas grandes empresas pode mitigar a prática de gerenciamento de resultados, uma vez que se reduz o escopo do oportunismo gerencial.

Desse modo, a hipótese nula de pesquisa afirma que o aumento do grau de concentração acionária não está associado à redução do gerenciamento de resultados nas empresas analisadas. Para atingir o objetivo geral proposto, a relação entre as variáveis foi analisada com base em um modelo de regressão estatística, com dados dispostos em painel (empresa-ano). Pelo teste de Hausman, constatou-se que a melhor abordagem neste caso seria por efeitos fixos. E, após a verificação das suposições estatísticas, optou-se pela estimação dos coeficientes por erros-padrão consistentes em heterocedasticidade (estimador de White), para minimizar um possível viés nos parâmetros.

Embora o modelo tenha se mostrado ajustado e grande parte das variáveis independentes se mostrarem significantes estatisticamente, os resultados evidenciaram uma relação oposta à esperada. Os coeficientes estimados apresentaram uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e as variáveis de concentração do direito de controle e

concentração do direito sobre o fluxo de caixa, contrapondo a Hipótese de Monitoramento Eficiente, proposto por Shleifer e Vishny (1978).

Uma justificativa aplicável seria o fato de que o mercado brasileiro apresentara um elevado grau de concentração do controle, tendo como consequência uma menor proteção ao acionista minoritário. Nesse sentido, a redução dos níveis informacionais permitiria o acionista controlador impor suas preferências, utilizando seu direito de controle para intervir diretamente na administração e incentivar gestores a prática de gerenciamento com o objetivo de criar benefícios particulares, já que não carregam todo o ônus (risco) de suas decisões.

Na sequência, a análise do excesso de voto encontrou uma relação inversa entre as variáveis. Logo, um aumento na disparidade entre concentrações dos direitos de controle e de propriedade estaria associado à redução dos níveis de gerenciamento de resultados. Embora tenha se evidenciado a relação esperada, os resultados para esta variável se mostraram pouco conclusivos.

O estudo também analisou o impacto de características específicas das empresas, como o tipo de acionista controlador e a origem do capital, sobre o gerenciamento de resultados. Os resultados evidenciaram que o gerenciamento de resultados é significativamente maior em empresas controladas por grupos privados estrangeiros, principalmente com origem na África do Sul, Luxemburgo, Holanda e Estados Unidos. Dentre as empresas de capital nacional, observaram-se níveis maiores de *accruals* discricionários em empresas com controle familiar-individual, privado nacional e estatal, com menor intensidade.

Complementarmente, os resultados mostram uma maior incidência de gerenciamento de resultados nas empresas dos setores de Mineração, Software e dados e Eletroeletrônicos. Por outro lado, setores altamente regulados, como de Telecomunicações e Energia Elétrica, como se esperava, apresentaram menores níveis de gerenciamento de resultados. Os resultados ainda apontam que empresas de grande porte tendem a gerenciar mais seus resultados. Já empresas com desempenho mais elevado apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários. E, por fim, a análise mostrou que o gerenciamento de resultados é significativamente menor em empresas mais alavancadas.

A análise desenvolvida da relação entre a estrutura de propriedade e controle e gerenciamento de resultados para firmas brasileiras permite apreciar o tema num ambiente diferente dos Estados Unidos e Europa. Devido as características particulares do mercado de capitais brasileiro, com concentração da propriedade e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais), prevalecem os conflitos de

interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários, e não entre gestores e acionistas. Como demonstrado nesta pesquisa, a natureza específica dos conflitos de agência no Brasil cria diferentes incentivos para a prática de gerenciamento de resultados.

As implicações práticas deste trabalho são muito importantes, em virtude das conclusões que podem ser extraídas do grau de concentração acionária para os modelos adotados na teoria e prática de Finanças na precificação de ativos. Destaca-se ainda a importância para reguladores, que considerem as particularidades institucionais do país antes de implementar regras contábeis. No caso do Brasil, foi verificado que a estrutura concentrada de propriedade e controle proporciona incentivos para gestores e controladores reduzirem a qualidade das informações contábeis divulgadas, promovendo práticas de gerenciamento de resultados.

Embora a medida de Gerenciamento de Resultados utilizada nessa pesquisa esteja apoiada em pesquisas anteriores, sabe-se que a sua representatividade é limitada em vista da complexidade do fenômeno observado. Adicionalmente a isto, o uso de métodos estatísticos, principalmente para representar variáveis não observáveis, pode ser também um fator limitante da pesquisa. Portanto, as inferências devem ser tratadas com certas restrições.

Como sugestão para futuras pesquisas propõe-se:

- Investigar o fenômeno do Gerenciamento de Resultados com base em faixas de concentração acionária, permitindo verificar uma possível descontinuidade na relação entre as variáveis;
- Investigar a relação do Gerenciamento de Resultados e o uso de pirâmides no mercado de capitais brasileiro, que garante que empresas tenham o controle indireto sobre outras empresas;
- Examinar a possível associação teórica e empírica entre o Gerenciamento de Resultados e o mecanismo de *Tag along* (proteção a acionistas minoritários) nas empresas brasileiras abertas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALENCAR, R. C.; DALMACIO, F. Z. A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas brasileiras – uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro e patrimônio líquido. ENANPAD 2006.

ALI, S. M.; SALLEH, N. M.; HASSAN, M. S. Ownership structure and earnings management in Malaysian listed companies: the size effect. **Asian Journal of Business and Accounting**, 2008. vol.1, no.2, pp89-116.

ALMEIDA, J. E. F.; ALMEIDA, J. C. G. Auditoria e Earnings Management: Estudo Empírico nas empresas de capital aberto auditadas pelas Big Four e demais firmas de auditoria. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7º, 2007, São Paulo. **Anais eletrônicos**.

ALMEIDA, J. E. F.; COSTA, F. M.; FARIA, L. H. L.; BRANDÃO, M. M. Earnings Management no Brasil: grupos estratégicos como nova variável explanatória. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6º, 2006, São Paulo. **Anais eletrônicos**.

ALVES, S. Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal. **Australasian Accounting Business and Finance Journal**. 2012.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. S. Paulo: Atlas, 2004.

ANTUNES, M. A; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. R. Adm., São Paulo, v. 38, n.1, p. 5 – 14, jan/fev/mar 2003.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas. Cap. 2, p 31-40. 2012.

BALL, R. J.; BROWN, W. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**. V.6, p. 159-178, Autumn, 1968.

BALL, R. J.; BROWN, W.; KOTHARI, S. P. Security returns around earnings announcements. *The Accounting Review*, v. 66, n. 4, p. 718 – 738, Oct. 1991.

BALL, R. J.; BROWN, W.; KOTHARI, S. P; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 29, p 1.-51, 2000.

BAPTISTA, E. M. B. Gerenciamento de resultados e volatilidade histórica. In: ENANPAD, 31º, 2007, Rio de Janeiro. Anais. CD-ROM. CON-A 2400.

BAPTISTA, E. M. B. Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados. Tese de Doutorado em Administração, Programa de Pós Graduação em Administração, UFRGS, Porto Alegre, 2008.

BAUMOL, W. *Business behavior, value and growth*. New York: mcmillan 1959.

BAUMOL, W. *The theory of expansion of the firm*. New York: mcmillan. 1962.

BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, Empirical Research in Accounting Selected Studies, p. 67 – 92, v. 6, 1968.

BEAVER, W. H.; CLARK, R.; WRIGHT, W. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings. Forecast errors. *Journal of Accounting Research* 17, p. 316 – 340. Autumn, 1979.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BOZEC, Y.; BOZEC, R. Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects? **Canadian Journal of Administrative Sciences (CJAS)**.2007. v. 24, n. 3, p.182-195.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; e ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. Ed. 8, São Paulo: McGraw Hill, 2008.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, April 2003.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H. Remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de Governança Corporativa de empresas brasileiras. XXXI – ENANPAD. **Anais**. Rio de Janeiro - RJ, 2007.

CARDOSO, R. L. Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro. FEA/USP. Tese de doutorado. São Paulo, 2005.

CARDOSO, R. L.; AQUINO, A. C. B.; ALMEIDA, J. E. F.; NEVES, A. J. B. Acumulações discricionárias, liquidez e governança corporativa divulgada no Brasil. In: ENANPAD, 30º, 2006, Salvador. **Anais**.

CARDOSO, R. L.; MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil mediante decisões operacionais. In: ENANPAD, 30º, 2006, Salvador. **Anais**.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. Estrutura de controle e valor das empresas. In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L (org). Governança corporativa no Brasil e no mundo. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out/nov/dez. 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v.1, n.1, p.1-18, Jun. 2005.

CHOI, J. H.; JEAN, K. A.; PARK, J. II., 2004. The role of audit committees in decreasing earnings management: Korean evidence, *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, vol.1, no.1, pp37-60.

CHUNG, R.; FIRTH, M. .KIM, J.B. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. 2002. **Journal of Corporate Finance**, Vol. 8, pp. 29-48.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P.H.; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment of large shareholders. **The Journal of Finance**, v. LVII, n.6, p.2741-2771, Dec. 2002.

COELHO, A. C.; LOPES, A. B. Avaliação da prática de apropriação discricionária na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem. In: ENANPAD, 29º, 2005, Brasília. **Anais**.

COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M. A Identificação de *accruals* no sistema de lucro contábil: o caso Parmalat Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DOS

PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba - PR. **Anais**, Curitiba: ANPAD, 2004.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração: Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Ofício-circular CVM/SNC/SEP no 01/2007. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, 2007, p. 12-13.

COFFEE, J. C., Jr. Liquidity versus control: the institutional investor as a corporate monitor. **Columbia Law Review**. 1277 – 1368. 1991.

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Pronunciamento conceitual básico estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis*. 2008. Disponível em <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf> Acesso em: 12 nov 2014.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L. Qualidade de Auditoria e Earnings Management: Risk Assessment através do Nível dos Accruals Discricionários. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 7, 2007, **Anais**.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. C. A. Accrual Anomaly in the Brazilian Capital Market. *Brazilian Administration Review – BAR*. Rio de Janeiro, v. 9, n.4, art. 3. 2012.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; MENDES-DA-SILVA, W.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Propriedade no Brasil: Evidências Empíricas no Grau de Concentração Acionária. In: VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. **Anais** do VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FIPECAFI, 2006.

DEANGELO, L. E. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**, v. 61, p. 400-420, 1986.

DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals. **Journal of Accounting & Economics**. 1993.

DECHOW, P. M.; et al. Causes and consequences of earnings manipulation. **Contemporary Accounting Research**. V. 13, 1–36. 1996.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, vol. 70, nº 2, pp. 193-225. 1995.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v.93, n.6, p.1155-1177, Dec. 1985.

DONELLY, R.; LYNCH, C. The ownership structure of UK firms and the informativeness of accounting earnings. **Accounting and Business Research**, vol.32, no.4, pp245–257. 2002.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, 6 (2): 9-27, Maio/Agosto, 2002.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. **The Journal of Finance**. 1970.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, vol. XXVI. 1983.

FERRI, M.; SOARES, R. O. A presença de investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 2007. Rio de Janeiro.

FORMIGONI, H.; PAULO, E.; PEREIRA, C. A. Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras. CONGRESSO ANPCONT, 1., **Anais**. Gramado, RS. 2007.

FOSTER, G. Accounting earnings and stock prices of insurance companies. **The Accounting Review**, v. 50, p. 686-698, Oct. 1975.

FUJI, A. H. **Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil**. Dissertação de Mestrado. FEA/USP. São Paulo, 2004.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-

americanas. In: ENANPAD, n30, 2006, Salvador – BA. **Anais**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

GABRIEL, F.; SANTOS, N. A. Governança Corporativa e Contabilidade. In: LOPES, A. B. **Contabilidade e Finanças no Brasil: Estudos em Homenagem ao Professor Eliseu Martins**. São Paulo: Atlas, 1º ed, 2012.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.

GRANT, E. B. Market implications of differential amounts of interim information. **Journal of Accounting Research** 19, p. 521-529, Autumn, 1981.

GU, Z.; LEE, C. J.; ROSETT, J. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 313-334, 2005.

GUAY, W. R.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. A market-based evaluation of discretionary accrual model. **Journal of Accounting Research**, v. 34, supl., p. 85-105, 1996.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**. n7, pp. 85-107, 1985.

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

HENDRINKSEN, E. S.; VAN BREDÁ, M. F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: www.ibgc.org.br. Acessado em 24 de novembro de 2014.

ITURRIAGA, F. J. L. e HOFFMANN, P. S.. Managers Discretionary Behaviour, Earnings Management and Internal Mechanisms of Corporate Governance: Empirical Evidence from Chilean Firms. 2005. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=739246>

JAGGI, B.; TSUI, J. Insider trading earnings management and corporate governance: empirical evidence based on Hong Kong Firms. **Journal of International Financial Management and Accounting**, vol.18, no.3, pp192-222. 2007.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p.305-360, 1976.

JENSEN, M. The modern Industrial Revolution, Exit, and the failure of internal control systems, **Journal of Finance**. 1993.

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

KANG, S; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variables approach. **Journal of Accounting Research**, p. 353-368. 1995.

KIM, H. J. & YOON, S. S. The impact of corporate governance on earnings management in Korea, *Malaysian Accounting Review*, vol.7, no.1, pp43-59, 2008.

KIM, J. B.; YI, C. H. Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea. **Contemporary Accounting Research**. Volume 23, Issue 2, pages 427–464, Summer, 2010.

KOTHARI, S. P. Capital market research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), p 105 – 231, 2001.

LARA, J. M. G.; MORA, A. Balance sheet versus earnings conservatism in Europe. **European Accounting Review**, v. 13, n. 2, p. 261 – 292, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. VISHNY, R. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v.54, p.471-517, 1999.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A.; ALOY JUNIOR, R.; LAPAGESSE, G. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. In: XXIV Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2000, Florianópolis. **Anais**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, FGV, São Paulo, v.2, n.2, Jul-Dez 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br>> Acesso em: 13/02/2014.

LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. A reação do mercado de capitais brasileiro a divulgação das informações contábeis Parte I: o efeito incondicional e segundo o resultado do exercício, SBFIN 2004.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração USP – RAUSP**. São Paulo, v. 42, n.1, p. 86-96, jan./fev./mar. 2007.

LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y. S.; GALDI, F. C. Earnings management and cross listing in Brasil. In: Congresso ANPCONT, 1, 2007. Rio Grande do Sul. Anais.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2001.

MARTINEZ, A. L. Como o mercado reage a surpresa nos lucros? Resultados inesperados e retornos. SBFIN 2005.

MARTINEZ, A. L.; FARIA, M. P. Emissão de debêntures e earnings management no Brasil. In: ENANPAD, 31º, 2007, Rio de Janeiro. **Anais**.

MARTINEZ, A. L. Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil. In: **Anais ENANPAD**, 2009. São Paulo.

MECKLING, W. H. Values and the choice of the model of the individual in the social sciences. **Swiss Journal of Economics and Statistics (SJES)**. Vol. 112, issue IV, pages 545-560, 1976.

MENDONÇA NETO, Octavio Ribeiro de; RICCIO, E. L. A qualidade da informação contábil e o risco de liquidez de mercado. ANPCONT 2007.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 293-315. 1988.

MOURA, G. D.; HALL, R. J.; TOLEDO FILHO, J. R. Análise da relação entre gerenciamento de resultados e concentração de capital em empresas brasileiras. SIMPOI. 2012.

MOURA, G. D.; MACÊDO, F. F. R. R.; SALLA, N. M. C., CUNHA, P. R.. Participação Acionária de Investidores Institucionais e o Gerenciamento de Resultados: Um estudo em Companhias Abertas Listadas na BM&FBOVESPA. XVI SEMEAD. Seminários em Administração. 2013.

NARDI P. C. C.; NAKAO, S. H.. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das companhias brasileiras abertas. **Revista Contabilidade e Finanças**, Universidade de São Paulo- USP, v.20, 2009.

NASR, H. B.; BOUBAKRI, N.; COSSET, J. C. Earnings Quality in Privatized Firms: The Role of State and Foreign Owners. **Journal of Accounting and Public Policy**. 2009.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. Dissertação de Mestrado apresentada a FEA/USP.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP), 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

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

PAULO, Edilson. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. In: ENANPAD, 30º, 2006, Salvador. **Anais**.

PAULO, Edilson. Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. 260f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

PAULO, Edilson; CORRAR, Luiz João; MARTINS, Eliseu. Detectando gerenciamento de resultados contábeis pela análise do diferimento tributário. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, RJ. Anais. CD-RM. COM-A 1569.

PAULO, Edilson; LEME, Jessica. Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. In: ENANPAD, 31º, 2007, Rio de Janeiro. Anais. CD-ROM. CON-A 1569.

PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. In: ENANPAD, 31º, 2007, Rio de Janeiro. Anais. CD-ROM. CON-A 1568.

PEASNELL, K.V., POPE, P.F.; YOUNG, S. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre and post Cadbury. 2000. **British Accounting Review**, Vol. 32, pp. 415-45

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, v.28, n.4, p.759-778, Fourth Quarter, 1997.

PENROSE, E. T. The theory of the growth of the firm. New York. John Wiley. 1959.

PEREIRA, L. C; GUIOTI, C. O; COSTA JÚNIOR, N. C. A. A relação entre os lucros das empresas e os preços de suas ações no mercado de capitais: uma aplicação do teste de causalidade de Granger. SBFIN 2003.

RABELO, F. M.; COUTINHO, L. Corporate Governance in Brazil. In: Policy Dialogue Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economies, OCDE Development Centre, 2001.

RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M.; JIAMBALVO, J. J.. Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings? March, 1999. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=163433>

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança corporativa e gerenciamento de resultados contábeis. In: ENANPAD, 30º, 2006, Salvador. **Anais**.

MARRIS, R. The economic theory of managerial capitalism. London: macmillan, 1964.

RODRIGUES, A. Gerenciamento de resultados contábeis através de receitas e despesas não-operacionais: estudo empírico das Companhias Nível 1 - Bovespa. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6º, 2006, São Paulo. **Anais**. Eletrônico.

ROSA, A. F. et al. Earnings Management no Brasil: uma análise sob a perspectiva sociométrica e bibliométrica. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 4, p. 189 - 218, 2010.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Rev. adm. empres.** vol.48 no.2 São Paulo, Apr./June 2008

SANCOVSCHI, M.; MATOS, F. J. Gerenciamento de Lucros: que pensam administradores, contadores e outros profissionais de empresas no Brasil? **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 4, Out/Dez, 2003.

SANTANA, M. H. O Novo Mercado. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf>>

SCHIPPER, K. Commentary: Earnings Management. **Accounting Horizons**, v. 3, p. 91-102, dec.1989.

SCHNORRENBERGER, A.; PROCIANOY, J. L. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. In: 20 encontro brasileiros de finanças. 2002.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, University of Chicago Press, v.94, n.3, p.461-488, June 1986.

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

SIFFERT FILHO, N. F. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, nº 9, Jun, 1998.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e de Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 57-71, jan. / mar. 2003.

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, São Paulo, v.39, n.4, p.362-372, out/nov/dez. 2004.

SILVEIRA, H. P.; BARROS, L. A.C.; FAMÁ, R. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP), 2004, Curitiba. **Anais**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

SILVEIRA, M. A. Gerenciamento de resultados e opções de ações: uma pesquisa em companhias abertas no Brasil. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6º, 2006, São Paulo. **Anais eletrônicos**. Cód. 86

SIMON, H. A. *Administrative Behavior*. New York, Macmillan, 1947.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 5, nº 10, p.37-62, dez. 1998.

TUKAMOTO, Y. S. **Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs**. (Mestrado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, R Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. **The Accounting Review**. Vol. 65, nº 1, pp. 131-158. 1990.

WATTS, R. L. **Conservatism in accounting part 1: explanations and implications**. Accounting Horizons, v.7 n. 3, p.207-221. September 2003.

WILLIAMSON, O. E. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. Journal of Economic Perspectives, 16(3), pp. 171-195. 2002.

WOOLDRIDGE, J. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. MIT press. 2002.

ZOLINI, B. **Governança Corporativa: Estrutura de Propriedade e o Valor da Empresa**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia, FGV/RJ, 2008.

ANEXOS

Nessa seção são apresentadas tabelas contendo os resultados detalhados das regressões. Os resultados apresentados em cada linha para coeficiente, estatística t e significância referem-se à variável independente quando a variável dependente é uma daquelas listadas na primeira coluna da tabela.

TABELA 9

Resultados da regressão linear múltipla, pelo Método de Mínimos Quadrados (MQO), cuja variável dependente é o *Accruals Totais (AT)*, e as variáveis independentes estão listadas na primeira coluna da tabela.

reg at rev exp ppe						
Source	SS	df	MS			
Model	.687142813	3	.229047604			
Residual	18.9328592	1300	.014563738			
Total	19.620002	1303	.015057561			
					Number of obs =	1304
					F(3, 1300) =	15.73
					Prob > F =	0.0000
					R-squared =	0.0350
					Adj R-squared =	0.0328
					Root MSE =	.12068
at	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
rev	-.0072763	.0178685	-0.41	0.684	-.0423305	.027778
exp	-.0159902	.0093659	1.71	0.088	-.0023838	.0343642
ppe	-.80084	.121724	-6.58	0.000	-1.039637	-.562043
_cons	.005643	.0057312	0.98	0.325	-.0056003	.0168863

TABELA 9

Resultados da regressão linear múltipla, pelo Método de Variáveis Instrumentais (IV), cuja variável dependente é os *Accruals* Totais (AT), e as variáveis independentes estão listadas na primeira coluna da tabela.

IV (2SLS) estimation

Estimates efficient for homoskedasticity only
 Statistics consistent for homoskedasticity only

Total (centered) SS	=	19.60902626	Number of obs	=	1296
Total (uncentered) SS	=	20.08254368	F(3, 1292)	=	23.01
Residual SS	=	20.07894601	Prob > F	=	0.0000
			Centered R2	=	-0.0240
			uncentered R2	=	0.0002
			Root MSE	=	.1245

at	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
rev	.1252047	.0460224	2.72	0.007	.0350025 .2154068
exp	.0678402	.0156945	4.32	0.000	.0370795 .0986009
ppe	-.6799157	.1299842	-5.23	0.000	-.9346801 -.4251513
_cons	-.0169324	.0089663	-1.89	0.059	-.0345061 .0006413

Underidentification test (Anderson canon. corr. LM statistic): **203.916**
 Chi-sq(1) P-val = **0.0000**

Weak identification test (Cragg-Donald wald F statistic): **120.622**
 Stock-Yogo weak ID test critical values: 10% maximal IV size **7.03**
 15% maximal IV size **4.58**
 20% maximal IV size **3.95**
 25% maximal IV size **3.63**

Source: Stock-Yogo (2005). Reproduced by permission.

Sargan statistic (overidentification test of all instruments): **0.000**
 (equation exactly identified)

Instrumented: rev exp
 Excluded instruments: z1 z2
 Dropped collinear: z3
 Reclassified as exog: ppe

TABELA 10

Resultados da regressão linear múltipla, com dados em painel por efeitos fixos e estimados por erros robustos, cuja variável independente é a concentração do direito de propriedade com os controladores, considerando a participação direta.

```
. xtreg ad tam rent alav conctotal , fe
Fixed-effects (within) regression
Group variable: id
Number of obs = 1342
Number of groups = 194
R-sq: within = 0.0574
      between = 0.0077
      overall = 0.0077
Obs per group: min = 3
               avg = 6.9
               max = 7
corr(u_i, xb) = -0.8134
F(4,1144) = 17.40
Prob > F = 0.0000
```

ad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tam	.0801917	.0204756	3.92	0.000	.0400178	.1203657
rent	.2776656	.04281	6.49	0.000	.1936706	.3616607
alav	-.000865	.0003186	-2.71	0.007	-.0014902	-.0002398
conctotal1	.0009268	.0004686	1.98	0.048	7.34e-06	.0018462
_cons	-.5067543	.133801	-3.79	0.000	-.7692771	-.2442315
sigma_u	.08017512					
sigma_e	.11778469					
rho	.31663267					
(fraction of variance due to u_i)						

F test that all u_i=0: F(193, 1144) = 0.86 Prob > F = 0.9031

TABELA 10

Resultados da regressão linear múltipla, com dados em painel por efeitos fixos e estimados por erros robustos, cuja variável independente é a concentração do direito de voto com os controladores, considerando a participação direta.

```
. xtreg ad tam rent alav concvoto: , fe
Fixed-effects (within) regression
Group variable: id
Number of obs = 1342
Number of groups = 194
R-sq: within = 0.0569
      between = 0.0050
      overall = 0.0068
Obs per group: min = 3
               avg = 6.9
               max = 7
corr(u_i, xb) = -0.8116
F(4,1144) = 17.24
Prob > F = 0.0000
```

ad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tam	.0803617	.0206064	3.90	0.000	.0399311	.1207924
rent	.2786329	.0428058	6.51	0.000	.1946463	.3626196
alav	-.0008363	.0003181	-2.63	0.009	-.0014603	-.0002122
concvoto1	.0008135	.0004473	1.82	0.069	-.0000664	.0016911
_cons	-.5131585	.1367587	-3.75	0.000	-.7814846	-.2448324
sigma_u	.07985129					
sigma_e	.11781564					
rho	.31477048					
(fraction of variance due to u_i)						

F test that all u_i=0: F(193, 1144) = 0.86 Prob > F = 0.9033

TABELA 10

Resultados da regressão linear múltipla, com dados em painel por efeitos fixos e estimados por erros robustos, cuja variável independente é o excesso do direito de voto.

```

. xtreg ad tam rent alav exc: , fe
Fixed-effects (within) regression      Number of obs = 1342
Group variable: id                    Number of groups = 194
R-sq: within = 0.0541                 obs per group: min = 3
      between = 0.0083                 avg = 6.9
      overall = 0.0081                 max = 7
corr(u_i, xb) = -0.7763                F(4, 1144) = 16.37
                                        Prob > F = 0.0000

```

ad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tam	.0706143	.0199693	3.54	0.000	.0314338	.1097949
rent	.2817007	.042835	6.58	0.000	.1976567	.3657447
alav	-.0008235	.000319	-2.58	0.010	-.0014494	-.0001977
exc1	-.0000634	.0006477	-0.10	0.922	-.0013341	.0012073
_cons	-.4110509	.1260393	-3.26	0.001	-.6583451	-.1637567
sigma_u	.07328349					
sigma_e	.11798538					
rho	.27839221	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(193, 1144) = 0.83 Prob > F = 0.9469

TABELA 11

Resultados da regressão linear múltipla, pelo Método de Mínimos Quadrados (MQO), cuja variável independente são categóricas (binárias) do tipo de controle existente.

```

. regress ad rent tam alav concentrado difuso pulverizado , noconstant
(sum of wgt is 1.8777e+04)

```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 193		
Model	.585938284	6	.097656381	F(6, 187) =	11.82	
Residual	1.54526692	187	.008263459	Prob > F =	0.0000	
Total	2.1312052	193	.011042514	R-squared =	0.2749	
				Adj R-squared =	0.2517	
				Root MSE =	.0909	

ad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
rent	.5353584	.0825455	6.49	0.000	.3725183	.6981986
tam	.0256785	.0091665	2.80	0.006	.0075955	.0437615
alav	-.001386	.0002326	0.60	0.552	-.0003202	.0005974
concentrado	-.1949839	.0623715	-3.13	0.002	-.318026	-.0719418
difuso	-.2097977	.0645344	-3.25	0.001	-.3371067	-.0824887
pulverizado	-.2020277	.0702805	-2.87	0.005	-.3406723	-.0633831

TABELA 12

Resultados da regressão linear múltipla, pelo Método de Mínimos Quadrados (MQO), cuja variável independente são categóricas (binárias) do tipo de acionista controlador.

```
. regress ad tam rent alav privadoestrangeiro estatal familiarindividual privadonacional (
(sum of wgt is 1.8777e+04)
```

Source	SS	df	MS			
Model	.596014357	7	.085144908	Number of obs =	193	
Residual	1.53519085	186	.008253714	F(7, 186) =	10.32	
Total	2.1312052	193	.011042514	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2797	
				Adj R-squared =	0.2526	
				Root MSE =	.09085	

ad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tam	.0251582	.0102938	2.44	0.015	-.0048506	.0454658
rent	.5322823	.0825733	6.45	0.000	.3693817	.6951829
alav	.0001214	.0002358	0.51	0.607	-.0003438	.0005866
privadoest- o	-.2075439	.0732475	-2.83	0.005	-.3520466	-.0630413
estatal	-.17767	.0784522	-2.26	0.025	-.3324404	-.0228996
familiarin- l	-.197526	.0671508	-2.94	0.004	-.3300011	-.0650509
privadonac- l	-.1879142	.067787	-2.77	0.006	-.3216445	-.054184

TABELA 13

Resultados da regressão linear múltipla, pelo Método de Mínimos Quadrados (MQO), cuja variável independente são categóricas (binárias) da origem do capital.

```
> emarilha austrlia bermuda holanda frana , noconstant
(sum of wgt is 1.8777e+04)
```

Source	SS	df	MS			
Model	.630194496	19	.033168131	Number of obs =	193	
Residual	1.50101071	174	.008626498	F(19, 174) =	3.84	
Total	2.1312052	193	.011042514	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2957	
				Adj R-squared =	0.2188	
				Root MSE =	.09288	

ad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tam	.0252187	.0099479	2.54	0.012	-.0055847	.0448527
rent	.5543313	.0858714	6.46	0.000	.3848476	.723815
alav	.0001445	.0002409	0.60	0.549	-.000331	.000662
estadosuni- s	-.2081981	.0768927	-2.71	0.007	-.3599605	-.0564356
brasil	-.1917375	.0667391	-2.87	0.005	-.32346	-.060015
canad	-.1989544	.1013652	-1.96	0.051	-.3990181	.0011993
blgica	-.2182294	.3000629	-0.73	0.468	-.8104609	.3740022
italia	-.1891372	.0939623	-2.01	0.046	-.3745897	-.0036846
espanha	-.209495	.0842843	-2.49	0.014	-.3758462	-.0431438
africanosul	-.4198288	.1609734	-2.61	0.010	-.7375405	-.102117
luxemburgo	-.2682831	.0884562	-3.03	0.003	-.4428683	-.0936979
mxico	-.1844282	.1415533	-1.30	0.194	-.4638107	.0949544
portugal	-.1850852	.1036728	-1.79	0.076	-.3897033	.0195329
colmbia	-.1798379	.0920111	-1.95	0.052	-.3614394	.0047635
alemanha	-.1879932	.0959632	-1.96	0.052	-.3773949	.0014085
austrlia	-.1742362	.1021148	-1.71	0.090	-.3757792	.0273068
bermuda	-.2140961	.0817638	-2.62	0.010	-.3754727	-.0527195
holanda	-.2490124	.084329	-2.95	0.004	-.4154519	-.082573
frana	-.1726174	.1000725	-1.72	0.086	-.3701297	.0248949

TABELA 14

Resultados da regressão linear múltipla, pelo Método de Mínimos Quadrados (MQO), cuja variável independente são categóricas (binárias) de setores econômicos.

```
. regress ad tam rent alav energiaeltrica siderurmetalur transporteservi textil alimentos
> ulosepeas quimica construo petrleoegas papelecelulose telecomunicaes mineraisnomet mquir
> reedados outros , nocconstant
(sum of wgt is 1.8777e+04)
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	193
Model	.919947585	22	.041815799	F(22, 171) =	5.90
Residual	1.21125762	171	.007083378	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4317
				Adj R-squared =	0.3585
Total	2.1312052	193	.011042514	Root MSE =	.08416

ad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tam	.0166245	.0101217	1.64	0.102	-.0033552 .0366041
rent	.4452099	.0816067	5.46	0.000	.2841237 .606296
alav	.0000597	.0002257	0.26	0.792	-.0003858 .0005052
energiael-t-a	-.0961708	.07541	-1.28	0.204	-.2450251 .0526835
siderurmet-r	-.1172193	.0694527	-1.69	0.093	-.2543143 .0198758
transporte-i	-.1125592	.0721178	-1.56	0.120	-.254915 .0297967
textil	-.1246645	.0675704	-1.84	0.067	-.258044 .0087151
alimentos-e-b	-.1077344	.0746995	-1.44	0.151	-.2551862 .0397174
comrcio	-.1282547	.0687879	-1.86	0.064	-.2640375 .007528
eletroetlet-s	-.2834444	.0748855	-3.79	0.000	-.4312634 -.1356254
veiculosep-s	-.1223047	.0690341	-1.77	0.078	-.2585734 .0139641
quimica	-.1282094	.0728208	-1.76	0.080	-.2719529 .0155341
construo	-.1395424	.0702472	-1.99	0.049	-.2782057 -.0008791
petrleoegas	-.1460314	.1072912	-1.36	0.175	-.3578172 .0657544
papelecelul-e	-.1085757	.0856995	-1.30	0.196	-.273793 .0566415
telecomuni-s	-.0834455	.0837296	-1.00	0.320	-.2487221 .0818312
mineraiiso-t	-.1694983	.0855904	-1.98	0.049	-.3384482 -.0005484
mquinasind-t	-.1485232	.0855692	-1.74	0.084	-.3174312 .0203847
minerao	-.3977763	.0906607	-4.39	0.000	-.5767345 -.2188181
agroepesca	-.0727019	.0949247	-0.77	0.445	-.260077 .1146732
softwareed-s	-.2941149	.089855	-3.27	0.001	-.4714827 -.1167472
outros	-.147593	.068159	-2.17	0.032	-.2821344 -.0130516