

UNIVERSIDADE SAGRADO CORAÇÃO

BRUNO TORRESAN BUAINAIN

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS:
UMA ANÁLISE EMPÍRICA QUANTO AO
DISCLOSURE CONTÁBIL DAS EMPRESAS
ENQUADRADAS EM NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DA BOVESPA ENTRE 2008 E 2012.**

BAURU

2013

BRUNO TORRESAN BUAINAIN

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE EMPÍRICA QUANTO AO
DISCLOSURE CONTÁBIL DAS EMPRESAS
ENQUADRADAS EM NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DA BOVESPA ENTRE 2008 E 2012.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências Exatas e Sociais aplicadas como parte dos requisitos para a obtenção do título de bacharel em Administração, sob orientação do Profº Marco Aurélio dos Santos.

BAURU

2013

B917g

Buainain, Bruno Torresan

Governança Corporativa e gerenciamento de resultados contábeis : uma análise empírica quanto ao disclosure contábil das empresas enquadradas em níveis de governança corporativa da Bovespa entre 2008 à 2012 / Bruno Torresan Buainain -- 2013.

45f. : il.

Orientador: Prof. Esp. Marco Aurélio dos Santos.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) - Universidade do Sagrado Coração - Bauru - SP

1. Governança Corporativa. 2. Gerenciamento de Resultados. 3. Finanças Corporativas. I. Santos, Marco Aurélio dos. II. Título.

BRUNO TORRESAN BUAINAIN

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE EMPÍRICA QUANTO AO
DISCLOSURE CONTÁBIL DAS EMPRESAS ENQUADRADAS EM
NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA ENTRE
2008 E 2012.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências Exatas e Sociais aplicadas da Universidade do Sagrado Coração como parte dos requisitos para a obtenção do título de bacharel em Administração, sob orientação do Profº Marco Aurélio dos Santos.

Banca Examinadora:

Profº Marco Aurélio dos Santos (Orientador)

USC Universidade Sagrado Coração

Profº

Profº

Bauru, _____ de Junho do Ano de 2013.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço todos os professores com quem tive aula na Universidade Sagrado Coração (USC).

Ao Prof. Marco Aurélio dos Santos, que me orientou no meu trabalho de conclusão de curso, e pela dedicação e empenho.

Ao Prof Marcelo Fodra e Prof. Paulo Roberto Soares, membros da banca, pelas magníficas aulas que tive a oportunidade de participar e pelo aprendizado.

Ao meu pai, mãe, avós,irmãos, tios e primos.

Ao meu bisavô João Torresan

Ao meu avô Dr. Anis Buainain

Aos meus grandes amigos.

Ao meu clube de futebol do coração: Sociedade Esportiva Palmeiras

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar se o enquadramento das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) em níveis de governança corporativa, apresentava diferenças significativas quanto a política de gerenciamento de resultados contábeis desenvolvidas pelas empresas. Considera-se que a governança corporativa tem papel mitigador de assimetria de informação e o gerenciamento de resultados nada mais é que uma consequência de uma política assimétrica de informação. Para tal, foram analisados os demonstrativos financeiros de 59 empresas enquadradas em 2 subgrupos: Novo Mercado e Não Novo Mercado, no período de 2007-2012. Para a determinação dos grupos da amostra, foi desenvolvida uma variável *dummy*, e para representar o gerenciamento de resultados, foram calculados os *accruals* discricionários de cada empresa nos anos de 2008 até 2012, por meio do método Kang e Silvaramakrishnan (Método KS). Para o cálculo dos *accruals* foi utilizado o método de regressão em painel e para as análises o teste não paramétrico de Kruskal Wallis. Foi identificado pela pesquisa que não há diferenças estatisticamente significantes entre os dois grupos, representando assim que o enquadramento em níveis de governança não está ligado ao gerenciamento de resultados, podendo tal fenômeno ocorrer em função da dissociação das políticas de estruturas de propriedade (uma das boas práticas de governança corporativa), das políticas de *disclosure* contábil.

Palavras chave: Governança Corporativa; Gerenciamento de Resultados; Finanças Corporativas, Contabilidade Financeira.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the business environment is listed on the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) on corporate governance levels, showed significant differences in the policy of earnings management undertaken by the companies. It is considered that corporate governance plays a role in mitigating information asymmetry and earnings management is nothing more than a consequence of a policy of asymmetric information. To this end, we analyzed the financial statements of 59 companies classified into 2 subgroups: New Market New Market and not in the period 2007-2012. To determine the sample groups, we developed a dummy variable, and to represent the earnings management, discretionary accruals were calculated for each company in the years 2008 through 2012, using the Kang Silvaramakrishnan Method (KS). To calculate that accruals model was used panel regression analysis and the nonparametric Kruskal-Wallis test. Was identified by the survey that there were statistically significant differences between the two groups, representing the environment on levels of governance is not linked to earnings management, this phenomenon may occur due to the decoupling of political ownership structures (one of the good corporate governance), disclosure of accounting policies.

Keywords: Corporate Governance; Earnings Management; Corporate Finance, Financial Accounting.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1.1 - Contextualização do trabalho.....	10
1.2 –Justificativa do Trabalho.....	11
1.3 - Pergunta de pesquisa	12
1.4 - Objetivos Geral e Específicos.....	13
1.5 - Estruturação do Trabalho	13
2-GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	15
2.1 - Conceito	15
2.2 - Por que existe Governança Corporativa?	16
2.3 - Efeitos da Governança Corporativa sobre a informação econômica financeira e agregação de valor	17
2.4 – Governança Corporativa no Brasil	18
3 - GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	23
3.1 – Conceito.....	23
3.2 - Tipologia de Gerenciamento de Resultados	24
3.3 - Formas de verificação de gerenciamento de resultados	25
3.4 - Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados	30
4- METODOLOGIA.....	32
4.1 – Modelo de Pesquisa Aplicado.....	32
4.2 - População e amostra.....	32
4.3 - Determinação das Variáveis	33
4.4 - Métodos empregados e segregações	34
5- APRESENTAÇÃO DOS DADOS.....	36
6- DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	43
7- CONCLUSÃO E LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	44

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	45
ANEXOS:	47
GLOSSÁRIO.....	48

INTRODUÇÃO

1.1 - Contextualização do trabalho

As organizações buscam melhorar a sua eficiência e competitividade e umas das variáveis determinantes de seu desenvolvimento é o acesso a fontes alternativas de capital, no qual são necessárias para suprir as exigências de recursos que efetivam os investimentos produtivos. Para facilitar o acesso ao mercado de capitais, as empresas devem fornecer aos acionistas e outros financiadores, garantias que os seus interesses serão preservados.

Essas garantias são dadas considerando tanto obrigações mínimas estabelecidas em legislação (como leis de proteção ao investidor), como políticas de gestão claras e transparentes, que envolvam tomadas de decisões que garantam que todos os interesses sejam atendidos no seu perfil mínimo, e informações de que esse objetivo é cumprido. Essas práticas são conhecidas como governança corporativa.

Shleifer e Vishny (1997), fala resumidamente sobre a governança na sob a ótica da teoria de agência:

(...) *“Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”* (...)

Dentro das organizações existem vários processos importantes, sendo um deles a contabilidade para os diversos usuários da informação contábil (com seus resultados de lucro e prejuízo) no qual os investidores tem acesso às informações mínimas da gestão de seus valores empregados e podem verificar se os retornos obtidos estão dentro de suas expectativas.

Em alguns casos, considerando a importância desses números para a geração ou não de valor da empresa aos seus investidores e à sociedade, os demonstrativos financeiros das empresas podem apresentar ajustes contábeis de natureza discricionária, ou seja, sem qualquer relação com a realidade do negócio em questão, reduzindo a transparência e a qualidade da informação ali apresentada.

A possibilidade dos gerenciamentos serem manipulados é um risco e uma questão séria, considerando que em sua maioria, o único material que o mercado possui para acompanhar o desenvolvimento do negócio e os resultados, são as demonstrações financeiras. Ajustar os dados financeiros, para que apresentem informações que gerem menos risco, ou maiores retornos podem ser formas que as firmas podem utilizar para apresentar dados mais robustos e sólidos, e atrair investidores em potencial.

São diversas as causas que contribuem para esse comportamento questionável; destacando-se desejo de preservar o cargo, mesmo que isso comprometa em transmitir a qualidade de resultados contábeis apresentados duvidosos, pressão dos acionistas por melhores resultados trimestrais e ao mesmo tempo tentando atrair novos investidores e acionistas e ambição de obter lucros e bônus significativos sendo que isso implique no sacrifício futuro da empresa.

Observa-se que a governança corporativa influencia no gerenciamento de resultados, considerando que suas práticas tendem a coibir tais ações desenvolvidas pelos gestores da organização, que tem como reflexo na qualidade de informações prestadas a seus investidores por meio dos relatórios financeiros.

Considerando o mercado brasileiro, vê-se que muitas empresas tendem a implantar e trabalhar boas práticas de governança corporativa em sua gestão, e divulgam essa implantação como sendo um diferencial no mercado, pois considerando o conceito de governança corporativa, empresas que apresentam práticas de gestão transparentes tendem a apresentar menor risco de investimento e controles financeiros mais rigorosos, o que ampliaria o valor da firma.

Mas, será que essa divulgação de implantação condiz com a realidade informacional da empresa? Será que ela está praticando uma gestão e reportando os dados de forma transparente, a fim de evitar assimetria de informação?

1.2 –Justificativa do Trabalho

A discussão acerca do tema de governança corporativa nas organizações é sempre recorrente quando se discute o poder agregador de valor que tais práticas podem trazer. Nesse sentido, é interessante a discussão, principalmente, para a verificação se realmente as decisões

tomadas pelas organizações podem gerar algum valor econômico e informacional maior que seus custos.

Outro ponto também é interessante frisar que considerando o gerenciamento de resultados contábeis a compreensão de tal fenômeno, principalmente no Brasil após a implantação da lei 11.638/2007, é de muita importância, a fim de verificar se houve alguma mudança no comportamento de *disclosure* contábil das empresas brasileiras antes e após a implantação das normas internacionais de contabilidade.

Para a academia, pesquisas nessa área são de extrema relevância principalmente em função de que são recentes no país e que ainda não há um consenso nas pesquisas realizadas até o momento de qual caminho as empresas brasileiras tomam quando se fala em gerenciamento de resultados e medidas para coibir, ou ao menos reduzir tais efeitos. Observa-se que os estudos brasileiros são escassos, necessitando mais análises como esta para compor um cenário mais consolidado para ter evidências mais sólidas de pesquisa.

Este trabalho contribui nesse sentido, em desenvolver mais uma análise que poderá servir de base para futuros trabalhos sobre o tema.

1.3 - Pergunta de pesquisa

O processo das empresas internas ao decorrer dos anos mudaram bastante, novas técnicas de métodos corporativos foram criados, fazendo com que as empresas tenham que se reestruturar e modernizar em métodos e tipos de gerenciamentos para a empresa ficar num nível alto de gestão no mercado.

No presente trabalho, foi avaliado se a estrutura de governança corporativa das empresas listadas na BOVESPA, apresentada por sua inclusão ou não dentro dos índices de governança corporativa (Mercado Padrão, N1, N2, e Novo Mercado) possui associação com o nível de gerenciamento de resultados desenvolvidos pelas companhias.

Considerando que, em tese, segundo a Teoria da Agência, boas práticas de governança corporativa, que tendem a apresentar foco em menor assimetria informacional, representam quanto maior grau de implementação, menor gerenciamento, ou seja,

considerando os níveis que as empresas estão encaixadas, esses grupos devem apresentar comportamentos distintos.

Desta forma, tem-se a seguinte pergunta de pesquisa: **A inclusão de empresas de capital aberto listadas na Bovespa, em níveis de governança corporativa, significa que as mesmas apresentam melhor *disclosure* e menor gerenciamento de resultados?**

1.4 - Objetivos Geral e Específicos

O objetivo geral deste trabalho foi analisar se as empresas que estavam em níveis diferentes da Bovespa em relação à governança corporativa apresentavam diferenças significativas quanto ao processo de gerenciamento de resultados.

Para atingir esse objetivo geral, foram desenvolvidos os seguintes objetivos específicos

- Analisar a divulgação financeira das empresas de capital aberto, para a escolha do período de análise desejado considerando modificações nas estruturas de cálculo e divulgação contábil.

- Desenvolver o cálculo dos *Accruals* Discricionários, escolhendo o melhor método, que apresentasse melhor a realidade das empresas em âmbito nacional.

- Analisar os resultados obtidos, considerando o perfil das empresas listadas dentro dos períodos escolhidos de tempo.

- Verificar se, em média, há diferença estatisticamente significativa, entre os dois grupos analisados (empresas no novo mercado BOVESPA, e empresas Não Novo Mercado BOVESPA – (Mercado Padrão, N1 e N2)).

1.5 - Estruturação do Trabalho

O presente trabalho se aprofundou inicialmente no segundo capítulo sobre governança corporativa e sobre seus efeitos dentro das companhias, apresentando no

mesmos os procedimentos de governança corporativa no Brasil e no mundo, suas teorias, métodos e efeitos nas organizações.

Em seguida, o trabalho trabalha em seu terceiro capítulo o conceito de gerenciamento de resultados, e aborda-se seus conceitos, tipologia, formas de verificação e como governança corporativa e gerenciamento de resultados estão ligados e como são importantes quando o assunto se trata de informação contábil.

No capítulo de metodologia explica como foram determinadas a população e a amostra, o período de estudo e os dados utilizados para construir as variáveis utilizadas no modelo de cálculo dos *accruals* discricionários, que representa o nível de gerenciamento de resultados. Explica também o modelo utilizado, e as ferramentas estatísticas utilizadas para calcular o modelo e verificar o comportamento médio dos dois grupos analisados.

No capítulo cinco, apresentam-se os dados obtidos com os testes, considerando a estatística descritiva da amostra, o método de cálculo utilizado, a análise descritiva dos resultados levantados e o resultado dos testes levantados, por meio de tabelas e gráficos. No próximo capítulo, discutimos esses dados, considerando informações obtidas sob a luz da realidade encontrada no Brasil, e os comportamentos de governança corporativa.

No último capítulo, apresenta-se as conclusões finais da pesquisa, assim como nossas limitações e sugestões para pesquisas futuras.

2-GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 - Conceito

A governança corporativa é uma prática aderida pelas empresas que determinam como os administradores irão agir considerando a conciliação dos interesses das partes envolvidas na empresa, em especial os acionistas. É o conjunto de princípios e práticas que procuram minimizar os potenciais conflitos de interesse entre o agente e o principal, bem como entre os demais *stakeholders*.

A Governança Corporativa possui como visão aumentar a probabilidade dos fornecedores e garantir seu retorno, ajudar na relação entre os acionistas, controlando os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, e entre acionistas e gestores transformando esse processo mais transparente onde a troca de informações é necessária e essencial.

Quando os gestores buscam maximizar sua utilidade própria, em detrimento da utilidade dos acionistas, que são os agentes principais, os primeiros podem expropriar a riqueza destes, já que poderão utilizar recursos da empresa em benefício próprio. Sendo assim, a governança corporativa busca unir seus colaboradores e tenta buscar o melhor desempenho que a empresa pode oferecer. Desde aos seus princípios básicos de transparência das informações, tratamento igual entre os acionistas, responsabilidades divididas, prestação de contas e princípios éticos.

A Governança Corporativa engloba os controles e procedimentos que existem para assegurar que a gestão atua no interesse dos acionistas. Além de reduzir a probabilidade de que a gestão, agindo em seu próprio interesse, execute ações que se desviam da maximização do valor da empresa, os mecanismos de governança corporativa também afetam as informações divulgadas pela empresa a seus acionistas, segundo Andrade e Rossetti:

(...) As boas práticas de Governança foram moldadas para harmonizar interesses em conflito e bloquear oportunismos, tanto os praticados pela direção, em detrimento dos proprietários, quanto os praticados por acionistas majoritários, em detrimento dos minoritários. (ANDRADE E ROSSETTI, 2004, p. 53).

A busca das empresas por ser mais competitivas e eficientes, faz com que a governança corporativa se torne essencial nos dias de hoje, tanto em empresas privadas ou

empresas familiares, a implantação de uma boa gestão corporativa ajuda a empresa ter uma vantagem competitiva.

As boas práticas consideradas como governança corporativa são muito aplicadas e destacadas como geradoras de valor nas empresas ao redor do mundo. O projeto de governança corporativa escolhido pelas empresas depende, em grande parte do ambiente institucional no qual esta inserida, adequando-se ao modelo financeiro e legal do ambiente, observando-se assim diferenças de implantação e estruturação em países diferentes.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p.737), a maior parte das economias de mercado avançadas têm resolvido seus problemas de implantação de normas de governança corporativa de uma forma, no mínimo razoável, garantindo enormes fluxos de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos fornecedores de recursos.

2.2 - Por que existe Governança Corporativa?

Os primeiros estudos que analisaram os comportamentos, causas e consequências de decisões que envolvem conflitos datam da década de 30. Desde esse período, as organizações já se preocupavam em como gerir conflitos de interesses referentes à gestão, e produção de riqueza das empresas.

Berle e Means (1932) desenvolvem a ideia da governança corporativa em sua pesquisa em empresas norte-americanas, analisando a composição acionária e os seus conflitos de interesse em estruturas de propriedades pulverizadas. Os autores observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, não no interesse dos acionistas, em função da posse de um maior número de informações e conhecimentos da organização tenderia em agir em seu próprio interesse, e não em interesses de acionistas.

Os autores consideram a ideia de decisões que equilibrem a assimetria informacional, e que reduzam a perda de riqueza das organizações frente aos conflitos encontrados, considerando que tais decisões não poderiam ter custos maiores que os retornos obtidos pela ampliação de valor das organizações, tal qual visto na Teoria de Agência de Jensen e Meckling (1976).

O equilíbrio das situações no qual foi desenvolvido pela governança corporativa, onde se deixa de analisar as empresas como caixas – pretas e passa a explicar como a alocação de capital entre os acionistas e os objetivos conflitantes de participantes individuais dentro das companhias.

Jensen e Meckling (1976) relata que, os administradores possuem interesses que podem ser divergentes dos interesses dos acionistas, ocorrendo o conflito de agência.

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) e suas teorias são o marco em governança corporativa, especificamente se abrange três contribuições principais: 1) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; 2) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre a propriedade e controle presente nas empresas; 3) a elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal, que serve como um ponto de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos.

Os autores constatam que o problema de agência fundamental não é o definido por Berle e Means (1932) entre os investidores externos e gestores, mas sim, entre os pequenos investidores externos e os acionistas controladores, que possuem controle quase total sobre os gestores, em função da alta concentração de capital vista, como no caso do mercado de capitais Brasileiro.

2.3 - Efeitos da Governança Corporativa sobre a informação econômica financeira e agregação de valor

A governança corporativa nas companhias faz com que as empresas ajam de uma maneira que acaba diminuindo sua assimetria informacional, aumentando então os interesses dos acionistas pelas ações da empresa, em função da redução do risco informacional, o que reduz os riscos de investimento.

Com menores riscos, as companhias conseguem custos de captação de terceiros mais facilmente, com juros baixos, assim como remunerações aos acionistas com expectativa menor. Quanto menores os custos de captação, o lucro tende-se a elevar, assim como o valor da empresa, que está vinculado ao lucro.

A qualidade das informações financeiras publicadas pela empresa constitui mecanismo essencial de governança porque permite reduzir a assimetria de informações entre os atores internos e os investidores externos, diminuindo, assim, os conflitos de interesse. A transparência refere-se a todas as informações necessárias aos investidores.

2.4 – Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, existe uma diferença entre os modelos de governança nas companhias abertas brasileiras (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais), a análise feita pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2001) e pela MCKINSEY & COMPANY e KORN/FERRY INTERNACIONAL (2001), mostra o modelo geral e suas características:

- I. Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- II. Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados, por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- III. Presença de acionistas minoritários poucos ativos;
- IV. Alta sobreposição entre a propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- V. Pouca clareza na divisão dos papéis entre os conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- VI. Escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- VII. Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- VIII. Estruturas informais do conselho de administração com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, com auditoria ou sucessão.

A grande concentração das ações com direito a voto é característica fundamental de das companhias abertas brasileiras, no qual as empresas com estrutura de propriedade pulverizada ficam quase ausentes. A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisões) das companhias, aliada a baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e

minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Outra característica fundamental das empresas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Segundo Leal e Valadares (2002, p.10), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, que compreende em média 46% do capital total das companhias abertas. Desta forma, os autores relatam que a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, assim, aumentando o incentivo dos pequenos investidores.

A competitividade abre espaço para grandes incentivos de mudança desse modelo nas organizações, as iniciativas institucionais e governamentais vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, entre elas:

- I. A criação do Instituto Brasileiro de governança corporativa (IBGC), em 1995.
- II. A aprovação da Lei no 10.303, de 31 de outubro de 2001, conhecida como a Nova Leidas SAs.
- III. A criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado, pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).
- IV. O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão.
- V. A definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa, como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

O IBGC foi criado com intuito de melhorar a governança corporativa no país, sendo a pioneira na América Latina e totalmente focada em fazer do Brasil um país forte em práticas de Governança Corporativa. O código do IBGC também faz diversas recomendações sobre a transparência das informações ao mercado, recomendado que a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores deve estar expressa no relatório anual e que toda informação que possa influenciar decisões de investimento deva ser divulgada para todos acionistas.

A governança corporativa no Brasil merece destaque em iniciativas que foram tomadas através de aperfeiçoamento na Lei nº 10.303/01, e também, iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) de criar o Novo Mercado (NM), um ambiente de negociação de ações emitidas por empresas que apresentam boas práticas de governança corporativa. As mudanças que foram introduzidas na legislação societária foram de grande avanço e inovam em comparação a legislação anterior, embora existam certos setores do próprio mercado que as consideram tímidas e continuam a exigir novas mudanças, como a transformação compulsória de todas as ações existentes em ações com direito a voto.

Segundo La Porta et al. (1998), o elemento decisivo para a explicação das diferenças entre os acionistas de governança corporativa nos países é o grau de proteção legal oferecido aos investidores (acionistas e credores) contra expropriação pelos gestores e acionistas controladores das empresas. Segundo esta perspectiva, chamada de abordagem legal para a governança corporativa, a estrutura de propriedade das empresas e, conseqüentemente, seu sistema de governança, seriam uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde as empresas operam.

A importância que deve destacar na inserção da governança corporativa nas companhias brasileiras, é que o desenvolvimento e aperfeiçoamento do mercado de capitais no nosso país teve uma melhora em seus processos, no qual se teve a criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativas e do Novo Mercado, pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no qual se destaca as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa. As companhias Nível 1, tem como principais características praticadas:

- I. Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- II. Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- III. Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- IV. Prestação de informações sobre negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- V. Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;

- VI. Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- VII. Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

As companhias Nível 2 se estabelece nas condições estabelecidas no Nível 1, e adotando um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direito adicionais para os acionistas minoritários, suas características são:

- I. Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- II. Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- III. Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- IV. Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- V. Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- VI. Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Segundo a BOVESPA (2013), as empresas, para estarem cadastradas no modelo de Novo Mercado da BOVESPA, precisam possuir todas as características dos níveis anteriores, mais as seguintes:

- I. Todos os acionistas devem ter as mesmas condições dadas aos controladores quando da venda do controle da companhia, o chamado *tagalong*;
- II. Conselho de Administração deve ter, no mínimo, cinco membros e mandato unificado de até dois anos. Pelo menos, 20% dos membros devem ser independentes;
- III. Adicionar às Informações Trimestrais (ITRs); documento que é enviado a cada três meses pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa disponibilizada ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais; a demonstração dos fluxos de caixa, entre outras;

- IV. Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- V. Apresentação de calendário anual, constando a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados, dentre outros.
- VI. Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social da companhia.

3 - GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

3.1 – Conceito

Como uma definição geral dentro do campo de pesquisa contábil, gerenciamento de resultados são ações realizadas pelos gestores, com objetivo de manipulação de dados em com determinada direção, considerando as expectativas e as consequências. Existem vários tipos de gerenciamento de resultados, maneiras de o gestor ou a empresa gerenciar o resultado contábil a ser divulgada, por exemplo:

“(…) (A) Gerenciamento de *accruals* (feito por meio de escolhas contábeis dentro dos GAAP); B) Contabilidade fraudulenta (nesse caso o GR ocorre com violação dos princípios contábeis)e, C) Gerenciamento de resultados reais (intervenção do gestor por meio de decisões operacionais, como compra de matéria-prima, descontos concedidos, venda de ativo fixo para afetar ganhos e perdas etc.(…)” (NAKAO e NARDI, 2009)

Muitas decisões são tomadas considerando como base os desempenhos das empresas, principalmente considerando a rentabilidade da companhia, representada pelo resultado final que apresenta em seus demonstrativos financeiros, o qual é dado o nome de lucro ou prejuízo. Essas informações que deveriam representar de forma que a realidade financeira da organização em muitas das vezes não representam a verdade do que está se passando dentro da empresa, o que pode levar aos executivos e investidores em tomar decisões de investimento erradas, baseadas em dados com viés informacional.

Para Healy e Wahlen (1999, p. 368), o gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores utilizam julgamento nos relatórios financeiros para enganar os *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa ou para influenciar resultados de contratos que dependem dos números contábeis reportados.

Os ajustes contábeis que são denominados como gerenciamento de resultados são, na maioria das vezes, motivados por influências exógenas a atividade fim da empresa que levam os seus executivos a direcionar os resultados contábeis no objetivo em que se deseje.

Para Burgstahler e Dichev (1997), as firmas evitam anunciar resultados com pequenos prejuízos, pois esses enviam um sinal de desempenho pobre, pois, o preferível é realizar um pequeno lucro. Nesse sentido, espera-se que as empresas que irão reportar um pequeno prejuízo gerenciem o seu resultado aumentando-o e passando a reportar pequenos lucros.

Para a identificação dos modelos de gerenciamento de resultados, dentro de uma análise das teorias da informação contábil, considera-se que a melhor forma de se verificar qual a diferença entre o lucro econômico (expresso como resultado final de todo o movimento da organização), e o lucro financeiro (o aumento ou redução dos fluxos de caixa da organização), considerando que o conceito de lucro é diferente do conceito de caixa. Tal verificação de distância entre os lucros no tempo pode ser medida por meio dos *accruals*.

Os *accruals* são conhecidos como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Sendo assim, os *accruals* seriam todas as diferenças temporais nas contas de resultado que entram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades e geram impacto nos lucros, tanto em aumentá-lo ou diminuí-lo.

Considerando que o gestor consegue manipular esses *accruals*, tanto em aumentá-lo ou diminuí-lo, eles são subdivididos por necessidades em: *accruals* discricionários e *accruals* não discricionários. O primeiro tem como fundamento ser artificial e procura gerenciar seu resultado contábil, o segundo tem como objetivo principal transmitir a realidade do resultado contábil, considerando normas contábeis.

Os *accruals* discricionários, especificamente falando, são uma *proxy* de gerenciamento de resultados contábeis, cujo objetivo é verificar se a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los, enquanto os *accruals* não discricionários tem como objetivo principal atender aos padrões contábeis vigentes ou redução na assimetria informacional entre os gestores e os demais públicos da empresa.

3.2 - Tipologia de Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados contábeis é uma grande questão nas companhias, no qual vem exigindo grau de preocupação mais elevado. Em virtude disto, pesquisadores

desenvolveram linhas de pesquisas para melhor elaborá-los. A partir dessas pesquisas, criou-se o *incomesmoothing*, que tem como base tratar a tendência herdada do passado e plenamente vigente nos dias de hoje, que visa abaixar as possíveis flutuações do lucro para mantê-lo estável ao longo do tempo. Os investidores e os credores percebem a dispersão dos resultados contábeis como medida de risco, assim as empresas que possuem menor variação nos resultados contábeis tendem a atrair mais investidores, e adquirem empréstimos a custos mais baixos. Sendo assim, com essa desenvoltura do mercado acaba que incentiva os gestores a fazer do resultado algo menos volátil, mantendo o seu fluxo de crescimento e nesses casos, os gestores podem utilizar a modalidade de gerenciamento de resultados denominada alisamento de resultados.

Imhoff (1981) definiu alisamento de resultados como um caso especial de divulgação inadequada de informações financeiras e que essa técnica implica algum esforço deliberado para divulgar as informações financeiras, de maneira a reduzir artificialmente a variação dos fluxos de lucros.

O *incomesmoothing* causa efeitos nos resultados, e se torna algo informativo para analistas financeiros e reflete muito no custo de capital e no valor da empresa.

O gerenciamento de resultados para piorar o resultado é conhecido como *take a bath*, as empresas que se veem com resultado contábil muito ruim e não teriam condições de manipular para melhorá-lo, optam por piorá-lo ainda mais, para que no futuro os resultados venham a ser mais satisfatórios. Healy (1985) denominou esse procedimento como *take a bath*, afirmando que as empresas procuram reduzir os lucros presentes, mediante o adiamento do reconhecimento de receitas ou acelerando o reconhecimento de despesas.

3.3 - Formas de verificação de gerenciamento de resultados

As técnicas de verificação de resultados foram desenvolvidas no início dos anos 1980, com o intuito de verificar cientificamente se as organizações apresentavam tendências de gerenciamento de resultados considerando variáveis vinculadas a tal processo. Para tal verificação, tomou-se como *proxy* a medida de *accruals* discricionários, e os principais modelos de mensuração de tal *proxy* são os de Healy (1985), DeAngelo (1986), McNichols e Wilson (1988), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Essas técnicas tem como base a análise dos *accruals*, como colocado anteriormente, verificando, em termos absolutos ou relativos, sua influência e estruturação do lucro financeiro em relação ao lucro contábil, considerando as variações ajustadas no tempo das despesas e receitas.

Segundo Martinez (2001), considerando o modelo de análise, são usadas as seguintes relações para o gerenciamento dos resultados:

$$AT = LL - FCOL$$

$$AT = AND + AD,$$

Onde:

AT = apropriações Totais;

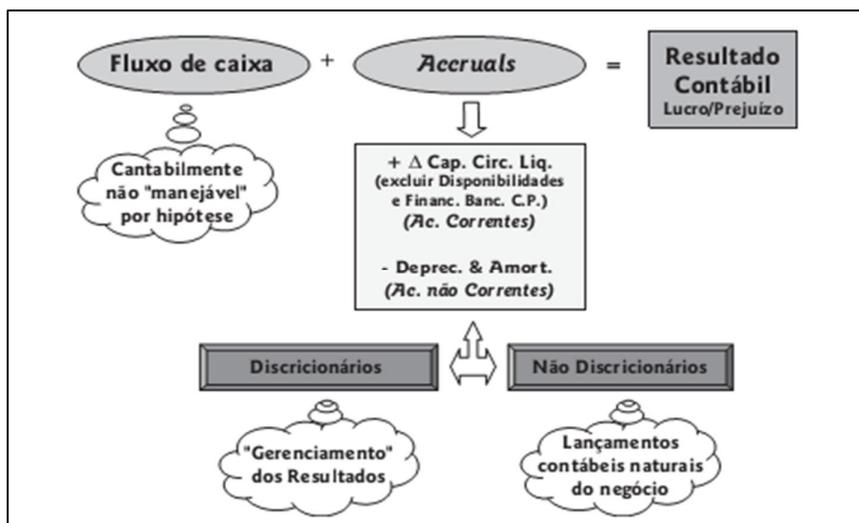
LL = Lucro Líquido;

FCOL = Fluxo de Caixa Operacional Líquido; AND = Apropriações nãoDiscricionárias;

AD = Apropriações Discricionárias.

A Figura 1: Relação entre o gerenciamento de resultados e análise dos *accruals* totais contábeis mostra o funcionamento dos processos de informações dos *accruals*, analisando o gráfico vemos que os *accruals* discricionários (AD) são possíveis definir-se num padrão de comportamento de acordo com sua variabilidade e por mais que se possa manipular o resultado para beneficia-lo sempre terá “rastros” nas próprias contas contábeis dos valores reais.

Figura 1: Relação entre gerenciamento de resultados e análise dos *accruals* totais contábeis.



Fonte: Martinez (2008).

Figura 2: Modelo de Calculo dos *accruals* totais.

$$AT_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta AFC_t) - (\Delta PC_t - \Delta PFC_t) - D_t}{A_{t-1}},$$

onde:

- AT_t = Apropriação total no período t;
- ΔAC_t = Variação no período t do Ativo Circulante;
- ΔAFC_t = Variação no período t do AC financeiro;
- ΔPC_t = Variação no período t do Passivo Circulante;
- ΔPFC_t = Variação no período t do PC financeiro;
- D_t = Depreciação e Amortização do período t;
- A_{t-1} = Ativo Total no período t-1.

Fonte: Dechow et. al. (1995)

A forma que se calcula as apropriações totais (AT) é basicamente uma função das variações de determinados grupos que possuem relação com a variação do caixa e as operações que não apresentam variação financeira, somente de ordem econômica. Dechow et al. (1995) expõe sua fórmula considerando um numero maior de variáveis, focando-se basicamente na variação do capital de giro liquido (CGL), dado pela expressão (AC-PC).

Destaca-se que a fórmula pode ser alterada e aumentaaolocando outras mudanças possíveis como diferimento de impostos e provisionamentos de longo prazo.

No modelo de Jones (1991) existe uma suposição de que os ajustes contábeis regulares são função do tamanho dos ativos que os geram, e estão alocados ao incremento das receitas; os desvios para esses tipos de comportamentos são inteirados pelo erro da estimativa do resultado, aonde resultará em apropriações discricionárias (AD).

Tal modelo é acarretado de críticas no risco de erro de sua classificação. Esse risco acontece em todo modelo usado para estimar os *accruals* discricionários.

Qualquer erro na classificação dos *accruals* discricionários (AD) e *accruals* não discricionários reduz totalmente a força do teste aplicado, e reduz também, todo o processo metodológico que foi usado para estimar o valor do *accruals*, fazendo com que o pesquisador conclua que está existindo um gerenciamento de resultado, quando na verdade não esta ocorrendo.

Figura 3: Modelo de Cálculo dos *Accruals* segundo Jones (1991)

$$AND_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta RT_t) + \alpha_3 (AP_t),$$

onde:

A_{t-1} = Ativos totais no início do período t;

ΔRT_t = Incremento no período t das receitas totais, normalizado pelos ativos totais do início do período;

AP_t = Saldo bruto do período t dos grupos Imobilizado e Diferido, normalizado pelos ativos totais do início do período;

Fonte: Martinez (2008).

Comparam os cinco modelos usualmente utilizados para estimar AD e concluem que o modelo de Jones (1991) (na sua versão modificada) oferece os melhores resultados. Entretanto, no mesmo trabalho os autores reconhecem que nenhum dos modelos oferece um método forte de estimativa, afirma DECHOW, SLOAN e SWEENEY (1995).

O modelo modificado de Jones (1995) ajusta as receitas totais, fazendo com que as receitas criadas (reduzidas) sejam discricionariamente, e considerando o incremento das receitas totais deduzidas do incremento ocorrido no período de conta a receber.

Figura 4: Modelo de Cálculo dos *Accruals* Modificado de Jones (1995)

<p>Modelo modificado de JONES (1995)</p> $NAD_t = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta (\Delta \text{Receitas}_t - \Delta \text{C.Receb}_t) + \gamma (\text{At.Imob}_t)$ <p>$\Delta \text{C.Receb}_t =$ contas a receber líquidas no ano t menos o valor das contas a receber líquidas no ano t-1 escaladas pelos ativos totais em t-1</p>
--

Fonte: Martinez (2008).

O modelo de DEANGELO aconselha que os gerenciamentos de resultados sejam devidamente revistos ou repetir-se ao decorrer do tempo, qualquer aquisição ou gasto da empresa, por exemplo, acarreta no resultado e gera despesas de depreciação diferenciadas ao longo do tempo. Ele é lembrando em se assemelhar ao modelo de HEALY (1985), no qual o gerenciamento computa as primeiras diferenças dos *accruals* totais, fazendo com que as primeiras diferenças têm seu valor esperado de zero, sob a hipótese nula de não gerenciar lucros. Este modelo usa *accruals* totais do período passado como medida dos *accruals* não discricionários, nos quais são considerados constantes de um período para outro.

Dos modelos abordados, o que mais se destaca é o modelo de KANG – SILVARAMAKRISHNAN (1995). Diferente dos outros modelos, este modelo revisa cada um dos problemas passados identificados e entre todos os modelos é mais confiável na busca pelo resultado contábil seguro. O Modelo de KS inclui despesas operacionais na regressão, bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação nas receitas e para arrumar o problema de simultaneidade é empregada a metodologia de variáveis instrumentais.

De acordo com Healy&Wahlen (1999), o modelo desenvolvido por Kang&Sivaramakrishnan (1995), possui em sua proposta uma maior aproximação da realidade do mercado, que permite verificar a existência de gerenciamento de resultados, por parte dos gestores das empresas.

Figura 5: Modelo de Cálculo de Accruals segundo Kang e Silvaramakrishnan (1995)

Modelo KANG & SILVARAMAKRISHNAN (1995)
$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it}$ $AD_{it} = AT_{it} - \{\phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Des_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}]\}$
AT_{it} = Acumulações Totais = (CGL – Depreciação & Amortização,)
Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação)
$Desp_{it}$ = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação & Amortização
CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar
$At.Imob_{it}$: Ativo Imobilizado e Ativo Diferido
$C.Receber_{i,t-1}$ = Contas a Receber no período $t-1$
$DEPREC_{i,t-1}$ = Despesas de Depreciação
$\delta_1 = C.Receb_{i,t-1}/Rec_{i,t-1}$, onde AR (contas a receber)
$\delta_2 = (\Delta CG - CRec_{it})/Desp_{i,t-1}$
$\delta_3 = DEPREC_{i,t-1}/A.Imob_{i,t-1}$
Rec_{it} , $Desp_{it}$, $At.Imob_{it}$, essa variáveis são escaladas em termos de ativos totais.

Fonte: Martinez (2008).

A variável AT(Accruals Totais) constitui a variação do capital de giro líquido, excluída das disponibilidades e financiamentos de curto prazo, que será subtraído do total da depreciação e amortização. É levada em conta apenas a depreciação e a amortização sobre os efeitos dos *accruals* totais, de natureza não corrente. Assim, fica neutralizado o eventual gerenciamento de resultados em decorrência das atitudes cambiais, que ocorrem no período de estudo. O modelo de KS é constituído por vários modelos, nos quais mudam um para outro algumas variáveis instrumentais para se buscar o resultado. O método KS consiste na equação apresentada pela figura 05.

O modelo KS usa diretamente as contas do Balanço Patrimonial em determinado exercício contábil, limitando-se, dessa maneira o problema de comparar valores em moeda de diferentes períodos. No Brasil, o modelo de KS opera diretamente com as contas do Balanço Patrimonial, especificando a dimensão dos *accrualstotais*. Fica em discussão a maneira de expor os resultados corretamente, fazendo o uso devido das variáveis em relação a realidade operacional no Brasil.

3.4 - Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados

A minimização da assimetria de informação que existe entre a empresa e os diversos agentes envolvidos (acionistas, credores, fornecedores e empregados) é uma discussão que

envolve muitas abordagens sobre como são divulgadas as informações devidas nos processos dentro da empresa e onde se estabelece uma relação clara e consistente entre a assimetria de informação e a governança corporativa, onde se procura transparecer uma relação boa entre o administrador e acionista, nesse ambiente conturbado.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) abordam que os principais pontos que certificam a empresa com boas práticas de governança corporativa são a boa qualidade e quantidade das informações apresentadas ao mercado, bem como a segurança institucional.

Leuz, Nanda e Wyszynski (2003) e Leuz (2006) analisaram que a prática de manipulação contábil é menos frequente nas firmas de países com elevada proteção dos investidores. Ou seja, considerando a segurança institucional gera impacto positivo na estruturação financeira das organizações sendo que a governança corporativa pode, nesses países ter direcionamento diferente dos países com baixa proteção legal, como no caso da regulação da informação prestada.

(...) Neste âmbito a governança corporativa utiliza os principais conceitos relacionados à contabilidade, tais como: transparência (disclosure), equidade, prestação de contas (accountability) e responsabilidade corporativa (sustentabilidade) para explicar e solucionar os conflitos existentes entre os interesses dos stakeholders. (...) (MALACRIDA e YAMAMOTO 2006).

Quanto aos objetivos, a Governança Corporativa tem o propósito de garantir a confiabilidade em uma determinada empresa para com os seus acionistas. Por meio de um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a Governança Corporativa busca assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com os interesses dos acionistas (IBGC, 2011).

A informação, nos últimos anos, tem sido a principal ferramenta das empresas para avançar no mercado; o uso dela em várias situações onde o crescimento é o principal objetivo foi usada por diversas empresas, na qual as mesmas tiveram resultados ótimos de crescimento. A Lei nº 11.638, no qual foi modificada em 28 de dezembro de 2007, altera a maneira de como a empresa tem que divulgar seus balanços financeiros, sendo mais transparente e se enquadrando nas normas internacionais. Isso mostra que a preocupação da entrega da informação para os envolvidos é essencial entre as partes, mostra confiança e viabiliza uma confiança entre os acionistas e os gestores trazendo um ambiente informacional para a empresa.

4- METODOLOGIA

4.1 – Modelo de Pesquisa Aplicado

A pesquisa desenvolvida é quantitativa e com base em dados secundários, retirados dos sites da Comissão dos Valores Mobiliários (CVM) e Bovespa. As variáveis foram construídas com base nos dados obtidos pelos demonstrativos financeiros das empresas, com o objetivo de verificar se houve ou não gerenciamentos de resultados das 59 empresas pesquisadas, separados por grupos segundo seu padrão de governança corporativa.

Segundo Martins (1994), (...) "esta abordagem apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais". (...)

Quando se trata de método quantitativo de pesquisa, Richardson (1989, p. 29) comenta que: “o método quantitativo, como o próprio nome indica, caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento dessas, através de técnicas estatísticas, desde as mais simples, como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão, etc.”.

4.2 - População e amostra.

Da população total, de 365 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), com movimentação ativa, foi realizada coleta de dados nas demonstrações financeiras das 59 destas, cujas informações estão publicadas no sítio da Bovespa. Esta amostra representa 16,16% de todas as empresas listadas na Bovespa e 55,34% do valor de mercado em bolsa no mês de maio de 2013, como visto no Anexo 01. Observa-se que a amostra representa significativamente a população apresentada, tanto por seu volume financeiro quanto por unidade organizacional.

Para determinar o número de empresas, foram selecionadas as com maior valor de mercado da Bovespa, em relação aos seus papéis em maio de 2013, com exceção de empresas do setor financeiro e seguradoras, por terem demonstrações financeiras regulamentadas por órgãos seguindo modelos contábeis distintos.

Destas empresas foram escolhidas as seis últimas demonstrações financeiras consolidadas para cálculo dos *accruals* discricionários que podem indicar o gerenciamento de resultados. Os dados analisados tomam a forma de dados em painel.

4.3 - Determinação das Variáveis

Dos demonstrativos contábeis das 59 empresas, utilizamos os dados das mesmas para compor as métricas utilizadas para medição dos *accruals*, segundo método KS, apresentado a seguir. As métricas que foram utilizadas no gerenciamento de resultados foram calculadas usando o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995), mais conhecido como modelo KS.

O uso desse modelo deve-se ao fato de que, nas pesquisas nacionais, na maioria dos testes realizados tal modelo comportou-se de forma satisfatória apresentando performance melhor que outros modelos já apresentados nessa pesquisa (NAKAO e NARDI, 2009), e possui um grau de adequação melhor que os outros.

De acordo com a figura 5, o modelo KS age de forma direta em contas do balanço patrimonial, explicando e transmitindo a dimensão das Acumulações Totais (capital de giro líquido menos depreciação e amortização do período). (MARTINEZ, 2001)

Conforme Martinez, (2001) e Nakao e Nardi, (2009), a variável *AT* (Acumulações Totais) opera na variação do capital de giro líquido (CGL) retirando das disponibilidades e financiamentos em curto prazo, que vai ser subtraído da depreciação total e na amortização, fazendo então o saldo final medido em termos de porcentagem dos ativos totais. Se houver, provisões (ou créditos) tributárias, os mesmos deverão ser excluídos e retirados no computo das *AT*.

A *Rec* é a receita líquida, livre dos impostos incidentes do faturamento, a *Desp* representa o total de despesas operacionais (CMV, CPV, *Desp.* de vendas e administrativas), a

variável é medida em porcentagens dos ativos totais antes da depreciação, amortização e juros.

A variável $A.Perm$ é um modelo que utiliza das contas de propriedades, plantas e equipamentos que somam no ativo imobilizado e ativo diferido, resultando em termos brutos. Porém, não se encontra disponíveis dados disponíveis para a aplicação plena deste modelo.

Os parâmetros δ_1 , δ_2 e δ_3 são indicadores de rotatividade que fazem a adequação dos fatores específicos da firma e equilibra o fato da equação do modelo KS estar resultando em amostra conjunta de várias empresas entrecruzadas (*cross-sectional*).

O δ_1 , [$\delta_1 = CR_{i,t-1} / REC_{i,t-1}$], verifica e representa a razão entre as contas a receber e receitas do ano anterior, no qual é multiplicada pelas vendas do período corrente [$\delta_1 \times Rec_{it}$].

Semelhante ao último modo, o indicador δ_2 , [$\delta_2 = (CGL_{i,t-1} - CR_{i,t-1}) / Desp_{i,t-1}$], expõe a razão entre o capital de giro líquido (eliminando as disponibilidades, financiamento de curto prazo e contas a receber) e as despesas operacionais do período anterior, no qual é multiplicada pelas despesas operacionais do período corrente [$\delta_2 \times Desp_{it}$].

Finalmente, o δ_3 , [$\delta_3 = DEPR_{i,T-1} / A.Perm_{i,t-1}$] se organizam de modo de que a razão entre as despesas de depreciação e os ativos permanentes do período anterior, que será multiplicada pelo ativo permanente do período corrente [$\delta_3 \times A.Perm_{it}$].

4.4 - Métodos empregados e segregações

Para essa análise, foram subdivididas as amostras em dois subgrupos distintos: Novo Mercado e não Novo Mercado sendo que das 59 empresas utilizadas como amostra, 32 estão enquadradas como Novo Mercado e 27 não Novo Mercado. Para essa subdivisão, foi criada uma variável *dummy* de segregação de grupos.

A pesquisa foi elaborada considerando um período de observação: 2007 – 2012 e período de análise: 2008- 2012, havendo 273 observações firma/ano. Essa escolha foi colocada em função da mudança dos padrões contábeis a serem apresentados pelas empresas no Brasil (Lei 11.638/2007) de forma a evitar viés de erros informacionais.

Considerando o padrão de dados em painel, observa-se que o modelo KS, embasado em uma regressão a fim de obter os coeficientes base do cálculo dos *Accruals* Discricionários, acaba por nos modelar qual tipo de regressão é necessária.

A regressão de dados em painel é uma técnica estatística que considera modelos de dados transversais, obtendo assim uma matriz de valores por caso e no tempo. Deve-se considerar que em uma análise em painel, os erros padrões, assim como a relevância da regressão (R^2 do modelo), são derivados dos erros encontrados dentro de uma empresa no tempo (análise temporal – R^2 dentro do grupo), de várias empresas em um único período (R^2 entre grupos), gerando um R^2 geral do modelo apresentado.

Para a verificação de qual modelo específico de regressão de painel foi utilizado, foi decidido pelo teste de Chow e o Teste de Hausman, que comparam se há variações significativas de comportamento dos erros entre os dois modelos de análise sendo testados.

Em relação a correção dos pressupostos da regressão, por meio dos testes de Normalidade, Heterocedasticidade e Multicolinearidade, os resultados das regressões foram corrigidos por meio de erros padrão robustos.

Assim, após a rodagem do modelo KS, e o levantamento do intercepto e dos coeficientes da regressão, foram aplicados à segunda equação do modelo e obtidos os *Accruals* Discricionários.

Com a obtenção dos *Accruals* Discricionários das empresas da amostra, foi realizado o teste de Kruskal Wallis com o objetivo de verificar se as duas amostras analisadas são significativamente semelhantes ou possuem características distintas em relação ao gerenciamento de resultados, a fim de verificar se a inclusão da empresa ou não dentro do padrão de Novo Mercado da Bovespa pode ser considerado um fator de separação de grupos, em relação ao gerenciamento de resultados.

5- APRESENTAÇÃO DOS DADOS.

Considerando os dados financeiros levantados pelas empresas, por meio dos demonstrativos contábeis consolidados dos anos de 2007 a 2012, foram desenvolvidos os cálculos da equação 01 do modelo KS via Excel[®], obtendo-se os dados iniciais para o desenvolvimento da regressão.

Além desse item, foi criada a variável *dummy* para separar os grupos, chamados de Novo Mercado (NM), onde foram consideradas todas as empresas que estavam enquadradas nesse nível de governança corporativa, segundo dados da BOVESPA, e Não Novo Mercado (NNM), que contemplou todas as empresas que não apresentam ou apresentam algum grau de governança corporativa, mas não estão enquadrados no modelo de Novo Mercado.

Desta forma, obteve-se a estatística descritiva dos dados apresentada na Tabela 01.

Tabela 1: Estatística descritiva dos dados amostrais para cálculo dos Accruals, segundo modelo KS.

Empresas Novo Mercado						
variáveis	n° empresas	observações	média	desvio padrão	mínimo	máximo
TA	32	148	0,212665	0,2084524	-0,7498957	0,4782446
REC	32	148	0,1194916	0,1072845	0,0002204	0,525133
DESP	32	148	-0,1231297	0,3068159	-1,597452	0,5313038
DPPE	32	148	0,0239395	0,0650706	-0,3800435	0,162322

Empresas Não Novo Mercado						
variáveis	n° empresas	observações	média	desvio padrão	mínimo	máximo
TA	27	125	0,068559	0,1129949	-0,2107209	0,4764938
REC	27	125	0,1042995	0,0704122	0,0197299	0,3357763
DESP	27	125	-0,0342387	0,1411561	-0,6027949	0,5974596
DPPE	27	125	0,0299113	0,0195578	0,00000134	0,1409013

Após o levantamento descritivo das variáveis, foram realizados os testes de verificação dos pressupostos mínimos para uma regressão em painel, onde a amostra apresentou somente problemas de heterocedasticidade, corrigidos por meio de erros padrão robustos.

A partir desse ponto, foram desenvolvidos os testes de verificação de qual modelo de regressão em painel seria o mais adequado para uso, assim como o levantamento dos

resultados da regressão em painel, obtidos por meio do STATA 12[®], apresentados na tabela 02.

Tabela 2: Resultado das regressões em painel, com modelos fixos e aleatórios no desenvolvimento do modelo KS.

Regressão dos Modelos em Painel (Modelo KS)						
Modelo	Efeitos Aleatórios			Efeitos Fixos		
	Valor	Valor z	Sig	Valor	Valor t	Sig
Coefficiente	-0,0365667	-2,10	**	0,0084109	0,64	
REC	0,7134850	8,77	*	0,2999423	2,83	***
DESP	0,2049477	3,30	***	0,0287901	1,20	
DPPE	0,4285956	1,88	***	0,0365635	0,23	
R ²						
within	0,0284000			0,0421000		
between	0,7227000			0,3817000		
overall	0,6156000		***	0,3854000		**
***	Significante a 1%					
**	Significante a 5%					
*	Significante a 10%					
Teste de Hausman para a escolha do modelo (Aleatórios x Fixos)						
chi ²	108,290					
Prob>chi ²	0,000					

Observa-se nesse modelo de regressão que os R² dos modelos apresentam níveis acima de 30% dentro do período analisado, acima do que é identificado em artigos na área. Porém, observa-se que, pelo teste de Hausman, onde o p-valor (Prob>chi²) se localiza abaixo de 5%, indicando que o melhor modelo a ser usado é o de efeitos fixos.

Considerando-se os dois modelos, observou-se que, no modelo de efeitos fixos, somente uma variável deu significância estatística a 1% (REC), enquanto em modelos aleatórios, os coeficientes e os alfas das variáveis produziram significância mínima de 10%. Por isso, foram analisados os accruals discricionários usando os dois métodos, por meio de dois lances de testes, verificando se os dados obtidos apresentavam semelhanças entre si.

ANÁLISE DESCRITIVA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS.

Após o levantamento do intercepto e dos alfas apresentados nos dois métodos de regressão em painel, esses mesmos foram aplicados na equação 02 do Modelo KS, obtendo-se, assim o resultado, que foi apresentado em termos médios na Tabela 03, segregados nos dois grupos de análise.

Tabela 3: Estatística Descritiva dos levantados após o desenvolvimento do Modelo KS (*Accruals* Discricionários)

Modelo de Dados em Painel por Efeitos Fixos (período de análise: 2008-2012)						
Nível de Mercado	variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Minimo	Máximo
NM	AD	148	-0,0203153	0,1889072	-0,7739335	0,3865372
NNM	AD	125	0,0240533	0,1017012	-0,249777	0,3816626
Modelo de Dados em Painel por Efeitos Aleatórios (período de análise: 2008-2012)						
Nível de Mercado	variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Minimo	Máximo
NM	AD	148	-0,0124474	0,1376281	-0,6236402	0,2436911
NNM	AD	125	0,0202038	0,0869078	-0,2035008	0,3331406

Considerando esse dado observa-se que o padrão de variação ficou constante entre os dois modelos de cálculo analisados, o que se observa é que os dois modelos geram resultados que se sustentam comparativamente.

Tabela 4: Perfil dos *Accruals* discricionários médios por grupo nos anos analisados (2008-2012)

Médias dos <i>Accruals</i> Discricionários por ano considerando períodos e empresas (2008-2012)					
Modelo Usado	Efeitos Fixos		Modelo Usado	Efeitos Aleatórios	
ANO	NM	NNM	ANO	NM	NNM
2008.	-0,24291%	4,97606%	2008.	-0,53055%	3,51960%
2009.	-1,29003%	2,15651%	2009.	-0,22330%	1,35202%
2010.	-1,33126%	1,39842%	2010.	-0,70943%	1,24993%
2011.	-2,99012%	1,87465%	2011.	-2,50009%	1,54217%
2012.	-3,91867%	2,02290%	2012.	-2,04203%	2,58826%

Analisando-se o perfil dos *accruals* médios por grupos (Novo Mercado – NM e Não Novo Mercado – NNM), observa-se um comportamento médio de ampliação do processo de

gerenciamento de resultados negativos em empresas do Novo Mercado, e essa tendência também se apresenta nas outras empresas, que apresentavam gerenciamentos positivos, e que tendem a apresentar um perfil de redução em direção a 0 nesses últimos anos. Porém destaca-se que no ano de 2012 a mudança desse perfil nas empresas Não Novo Mercado, com o aumento de 1% quanto ao gerenciamento. Esse perfil é observado mais claramente quando analisados os gráficos 01 e 02, que representam bem esse perfil de redução, em direção a variáveis negativas.

Gráfico 1: Análise dos *Accruals* Discricionários Médios por ano Via Modelo de Efeitos Fixos (2008-2012) (NM – Novo Mercado; NNM – Não Novo Mercado)

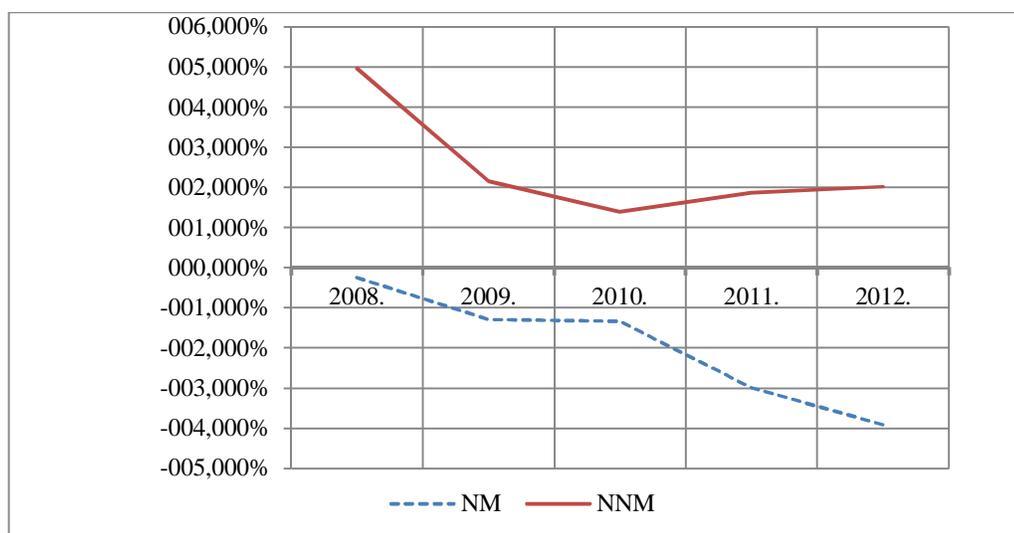
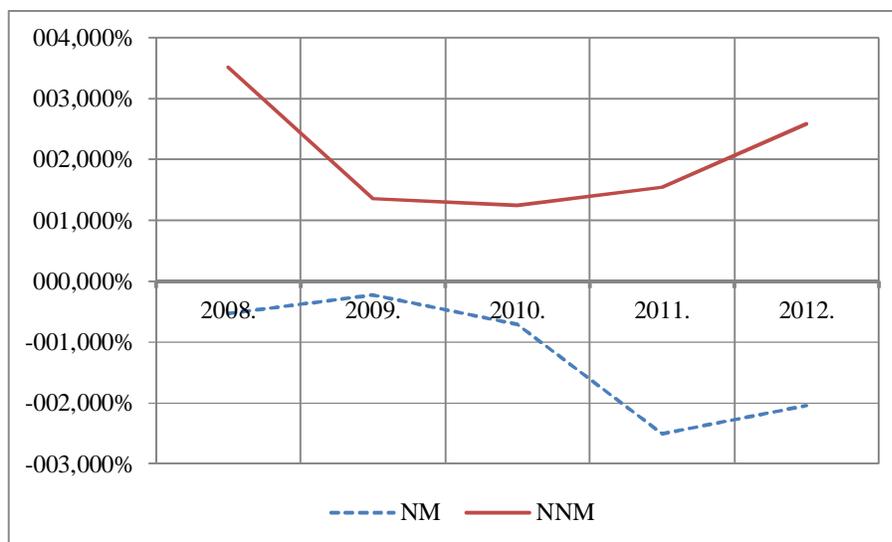


Gráfico 2: Análise dos *Accruals* Discricionários Médios por ano Via Modelo de Efeitos Aleatórios (2008-2012) (NM – Novo Mercado; NNM – Não Novo Mercado)



Obtendo os *accruals* discricionários, a última análise a ser feita é a verificação da pergunta de pesquisa proposta nesse trabalho, que é a verificação se o fato de uma empresa estar ou não dentro de um grupo indicado como de alta governança corporativa da Bovespa, representa uma mudança significativa quanto a política de *disclosure* contábil. Os resultados obtidos podem ser vistos na tabela 5.

Tabela 5: Resultado do Teste não Paramétrico Kruskal Wallis considerando os Accruals Médios entre os dois grupos (Novo Mercado e Não Novo Mercado), com os dois modelos utilizados.

Para AD via modelos Fixos		Para AD via Modelos Aleatórios	
chi-quadrado	2,3720	chi-quadrado	0,9700
prob	0,1235	prob	0,3248

Pelo resultado encontrado, considera-se que não há diferença significativa entre os dois grupos (NM e NNM), da amostra no período contemplado entre 2008-2012, em nenhum dos dois modelos, apresentando que nesse quesito, as empresas analisadas apresentam uma homogeneidade quanto a política de *disclosure* contábil e gerenciamento de resultados, independentemente de graus de governança estabelecidos.

Considerando que o Modelo KS não trabalha com *Accruals* absolutos, mas sim, com modelos relativos percentuais, um segundo teste foi realizado, para a verificação somente da variação, desconsiderando o sinal do *Accrual* Discricionário por meio de módulos, tendo a seguinte análise estatística, como vista nas tabelas 6 e 7, e os gráficos 3 e 4.

Tabela 6: Estatística descritiva dos dois subgrupos de análise considerando os Accruals Discricionários Modulados (2008-2012)(NM - Novo Mercado; NNM - Não Novo Mercado)

Modelo de Dados em Painel por Efeitos Fixos (período de análise: 2008-2012)						
Nível de Mercado	variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Minimo	Máximo
NM	AD	148	0,115655900	0,150446600	0,000671300	0,773933500
NNM	AD	125	0,076138000	0,071292500	0,000905200	0,381662600

Modelo de Dados em Painel por Efeitos Aleatórios (período de análise: 2008-2012)						
Nível de Mercado	variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Minimo	Máximo
NM	AD	148	0,079507300	0,112841000	0,000037600	0,623640200
NNM	AD	125	0,065535400	0,062903000	0,000473100	0,333140600

Tabela 7: Análise das Médias Moduladas dos Accruals Discricionários por Ano (2008-2012) (NM - Novo Mercado; NNM - Não Novo Mercado)

Médias dos Accruals Discricionários por ano considerando períodos e empresas (2008-2012)					
Modelo Usado			Modelo Usado		
Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
ANO	NM	NNM	ANO	NM	NNM
2008.	11,278%	10,250%	2008.	6,8459%	9,8773%
2009.	11,263%	9,194%	2009.	7,9348%	7,2805%
2010.	10,516%	5,746%	2010.	7,1968%	5,0755%
2011.	13,211%	6,403%	2011.	9,8448%	5,1514%
2012.	11,439%	7,128%	2012.	7,7458%	6,0515%

O que se observa é que considerando os módulos de gerenciamento, o comportamento de gerenciamento segue um padrão quase horizontalmente linear no grupo Novo Mercado, com algumas variações durante o tempo, mas não fugindo da média de 11%, diferentemente das empresas que não estão dentro desse grupo que apresentaram uma tendência de baixa saindo de 10% em direção a 7% aproximadamente.

Considerando tais informações, observa-se que pode existir um comportamento de gerenciamento maior nas empresas de novo mercado que nas não novo mercado, que pode ser sanado com o teste estatístico de Kruskal Wallis, com resultados apresentados na Tabela 08

Gráfico 3: Análise dos Accruals Discricionários Médios Modulados por ano Via Modelo de Efeitos Fixos (2008-2012) (NM – Novo Mercado; NNM – Não Novo Mercado)

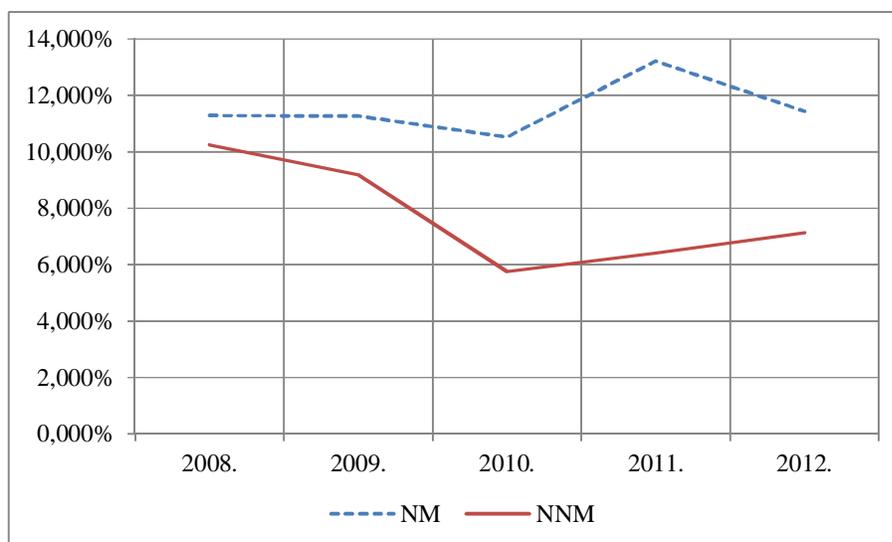
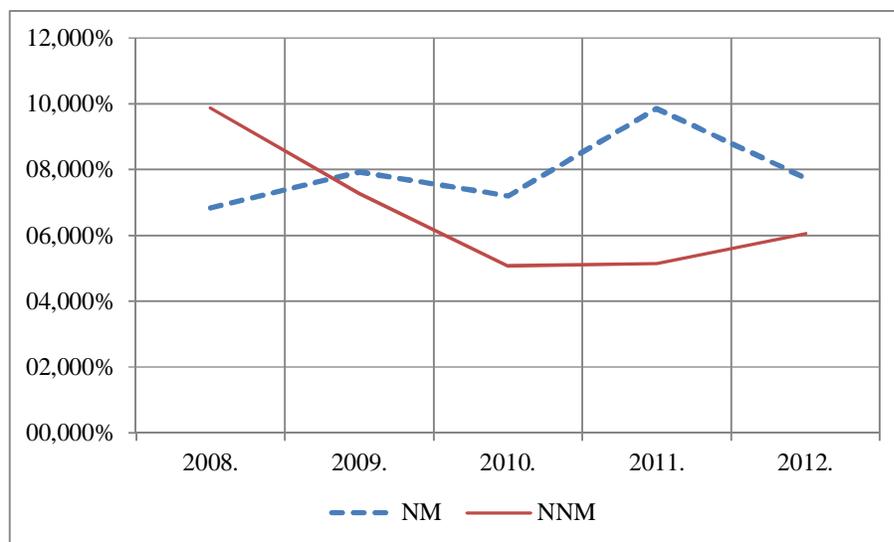


Gráfico 4: Análise dos *Accruals* Discricionários Médios Modulados por ano Via Modelo de Efeitos Aleatórios (2008-2012) (NM – Novo Mercado; NNM – Não Novo Mercado)



Considerando essa Tabela 08, observa-se que o método de efeitos fixos indica uma diferença entre os grupos onde as empresas de novo mercado tenderia a gerenciar resultados em detrimento das de não novo mercado, porém considerando uma significância estatística de 5%, padrão de pesquisas nessa área, observa-se que o perfil de discricionalidade é pouco superior nessa amostra, o que não nos pode dizer que os grupos são diferentes, confirmando o resultado obtido na primeira rodada de Testes (*Accruals* sem modulação)

Tabela 8: Resultado do Teste de Kruskal Wallis com os dois subgrupos considerando os *Accruals* Discricionários Modulados

Para AD via modelos Fixos		Para AD via Modelos Aleatórios	
chi-quadrado	3,495	chi-quadrado	0,394
prob	0,0616 *	prob	0,5302
*significante a 10%			

6- DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Considerando os dados obtidos nesta pesquisa é possível levantar várias amostras da sobre a pergunta realizada. Observa-se que o perfil médio de gerenciamento nas empresas da amostra variou entre 05 e 10%, em média. Porém, sem mudanças significativas entre os grupos, como confirmado pelos testes Kruskal Wallis.

Um fator interessante é a verificação de comportamento de gerenciamento de resultados nos últimos 5 anos, dos dois grupos, apresentarem tendência de redução (em direção a abaixo de 0), Isso pode significar que as organizações estão apresentando lucros contábeis menores que suas entradas de caixa, que pode impactar em uma distribuição menor de lucros e uma captação de recursos maior, sem custos em sua estruturação de capital.

Essa tendência declinante em relação aos gerenciamentos de resultados também pode ser indício de um aumento do conservadorismo das empresas brasileiras em função da mudança dos padrões contábeis brasileiros, com a Lei 11.638/2007. Ou seja, as empresas podem estar realizando despesas primeiramente e evitando divulgar lucros altos em períodos de recessão econômica, mantendo um perfil semelhante ao encontrado, podendo fazer esses lucros no futuro.

Com destaque à pergunta de pesquisa, observa-se que os dois testes Kruskal Wallis comprovaram estatisticamente que não há diferenças entre os dois grupos quanto do gerenciamento de resultados e políticas de *disclosure* contábil, considerando a média da amostra em estudo. Tal fato pode decorrer em função de que certas políticas de governança determinadas pela Bovespa, para a inclusão de uma empresa no perfil de novo mercado não tem ligação alguma com o processo de *disclosure* contábil, e sim mais ligado a políticas de financiamentos.

Muitas das empresas que se encontram em níveis de governança mais baixos, como o N1 e N2, normalmente não estão no Novo Mercado em função de evitarem a mudança de políticas de estrutura de propriedade e controle, como por exemplo, empresas de economia mista do governo federal. Isso nos apresenta uma tendência que em relação a esse quesito, não há uma associação entre estrutura de propriedade e gerenciamento das informações nos dois grupos analisados.

7- CONCLUSÃO E LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A área de gerenciamento dos resultados contábeis (*earnings management*) no Brasil, dado a quase inexistência de pesquisas anteriores e a relevância do tema, constitui campo muito fértil para futuros estudos contábeis. O estudo clínico em investigar se esta havendo gerenciamento de resultados nas entregas de informações contábeis das empresas de Novo Mercado e Não Novo Mercado da Bovespa são a grande questão da pesquisa quantitativa que foi elaborado. O objetivo principal do trabalho foi verificar, estatisticamente, se existe uma relação significativa entre governança corporativa e gerenciamento de resultados nas companhias abertas brasileiras da Bovespa.

Foram aplicadas variáveis de verificações, com intuito de ver como se comportava com vários tipos de variáveis para a elaboração de suas médias. O decorrer do estudo realizado, de início muito se esperava das empresas Novo Mercado, que no qual exigem outro padrão de comportamento de suas informações, porém suas entrega de informações não difere das Não Novo Mercado. Sendo assim, a informação de estabelecimento de níveis de governança corporativa não interfere em nada quando se fala em gerenciamento de resultados realizados pelas companhias na amostra.

Entre os estudos realizados não se pode deixar de reconhecer a vulnerabilidade do modelo utilizado para estimar as acumulações discricionárias, embora a literatura tenha reconhecido o Modelo KS como sendo o mais robusto e confiável para os seus propósitos, quando se lida com universo de empresas variadas para estimar o comportamento discricionário da gestão apenas a partir das contas contábeis é uma pesquisa bastante árdua e bastante detalhada.

Entretanto, os resultados obtidos no trabalho são de caráter informativo, e não pode ser interpretado como verdade absoluta, sendo que os cálculos dos *accruals* foram baseados em informações da própria firma que podem estar visadas por erro ocasional, e principalmente em função da adaptação das firmas analisadas nesse estudo em relação as normas emanadas pela Lei 11638/2007.

A pesquisa que aqui foi realizada tem importantes implicações para diversos agentes econômicos envolvidos direta ou indiretamente com o mercado de capitais. Os resultados aqui documentados são relevantes para: (a) investidores; (b) autoridades reguladoras; (c) empresas de auditoria; (d) pesquisas acadêmicas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P.. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

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

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. **Novo Mercado**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp> Acesso em 04/06/2013.

BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. **Earnings management to avoid earnings decreases and losses**. Journal of Accounting & Economics, v.24, n.1, p. 99. 1997.

DEANGELO, L. E. **Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders**. The Accounting Review, v. 61, n. 3, 1986.

DECHOW, P. M.; Sloan, R. G; Sweeny, A. P. **Detecting earnings management**. The Accounting Review. Sarasota, 70 (2), p. 193-225, 1995.

HEALY, Paul M; WAHLEN, James M. **A review of the earnings management literature and its implications for standard setting**. Accounting Horizons, December, p. 368 1999.

HEALY, Paul M. **The effect of bonus schemes of accounting decisions**. Journal of Accounting & Economics. Rochester, 7, p. 85-107, 1985.

IMHOFF, E. A. **Income smoothing: an analysis of critical issues**. Quarterly Review of Economics and Business, v. 21, n. 3, p. 23-42, 1981.

INSTITUTO Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Origem da boa governança**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>> Acesso em: 17 maio 2013.

INSTITUTO Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2003.

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

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

LA PORTA et al. **Law and finance**. Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LEAL, Ricardo, VALADARES, Silvia. **Ownership and control structure of Brazilian companies**. Unpublished Working Paper. Disponível em: <<http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>>. Acesso em: 18 abril 2013.

LEUZ, C. **Cross listing, bonding and firm's reporting incentives: a discussion of lang, Raedy and Wilson.** Journal of Accounting and Economics, v. 42, n. 1-2, p. 285-299, 2006

____; NANDA, D; WYSOCKI, P. D. **Earnings management and investor protection: an international comparison.**Journal of Financial Economics, v. 69, n.3, p.505-527, 2003.

COELHO, Antonio Carlos dias; LOPES, Alexandre Broedel. **Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira.** Rev. adm. contemp. vol.11 no.spe2 Curitiba 2007.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade das Ações do Ibovespa.** Revista Contabilidade e Finanças, São Paulo, ed. Comemorativa, p. 65-79, set. 2006.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MARTINEZ, A. L. **Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários.** Rev. contab. finanç. v.19 n.46 São Paulo jan./abr. 2008.

MARTINEZ, A. L. **'Gerenciamento' dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras.** Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEA. Universidade de São Paulo, SP, Brasil, 2001.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil.** São Paulo, 2001.

MCNICHOLS, M; WILSON, G. P. **Evidence of earnings management from the provision for bad debts.**Journal of Accounting Research, v. 26, Supplement, 1988.

NAKAO, S. H.; NARDI, P. C.C. **Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas.** Rev. contab. finanç. vol.20 no.51 São Paulo Sept./Dec. 2009

RICHARDSON, R.J. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1989.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. **A survey of corporate governance.** Journal of Finance, v. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.

ZINGALES, L. **Corporate governance.** In: NEWMAN, Peter (editor). The New Palgrave Dictionary of Economics and the law. New York, NY: Macmillan, 1998.

ANEXOS:

ANEXO 01: EMPRESAS PARTICIPANTES DA AMOSTRA:

Empresa	Valor de Mercado em Maio /2013 (em milhares de reais)	Empresa	Valor de Mercado em Maio /2013 (em milhares de reais)
AMBEV	256.920.012,90	CIA HERING	6.320.977,87
PETROBRAS	253.504.312,97	MARCOPOLO	6.250.536,87
VALE	159.578.066,53	TOTVS S/A	6.123.162,38
SOUZA CRUZ	44.432.056,04	CETIP	6.027.472,89
BRFOODS	43.553.864,44	MULTIPLUS S/A	5.944.090,03
CCR S/A	34.499.573,89	ANHANGUERA	5.869.860,62
ULTRAPAR	29.396.735,78	ODONTOPREV S/A	5.339.512,66
BMF BOVESPA	27.819.000,00	COPASA MG	5.325.957,14
PAO DE ACUCAR	27.399.350,74	QUALICORP S/A	5.053.914,41
TRACTEBEL S/A	24.118.823,99	ALPARGATAS	3.947.265,33
NATURA COSMÉTICOS S/A	21.872.455,47	MRV S/A	3.212.629,78
GERDAU	21.867.918,92	RANDON	2.956.395,28
CPFL ENERGIA S/A	21.660.793,59	GOL	2.596.198,95
CEMIG	20.904.971,84	EUCATEX	1.797.440,00
JBS S/A	20.605.508,06	HRT PETRÓLEO	687.104,71
TIM PARTICIPAÇÕES	19.703.706,07	Subtotal das 59 empresas	1.295.021.865,80
SABESP S/A	18.372.745,28	Subtotal (cias do IBrX-100)	2.086.123.503,66
LOJAS AMERICANAS	16.640.157,59	Total Geral (365 cias)	2.461.715.607,50
EMBRAER	14.468.686,96		
FIBRIA	13.017.464,18		
KLABIN	12.070.270,96		
BRASKEM	11.728.451,73		
HYPERMARCAS S/A	10.808.923,46		
BR MALLS PARTICIPAÇÕES	10.055.261,35		
MULTIPLAN	9.973.995,16		
CSN	9.637.182,41		
ECORODOVIAS	9.469.949,41		
RENNER S/A	9.310.631,17		
USIMINAS	9.088.648,49		
DURATEX	8.954.880,44		
ELETROBRAS	8.813.073,38		
SUZANO	8.566.677,69		
KROTON S/A	8.450.736,90		
AES TIETE S/A	8.338.896,89		
COPEL	8.198.511,08		
RAIADROGASIL	7.592.270,28		
OI	7.326.115,79		
ALL	7.323.624,92		
ARTERIS	7.181.666,57		
CYRELA BRAZIL HEALTY	7.083.200,09		
LOCALIZA RENT A CAR	6.972.238,73		
SUL AMERICA	4.719.182,06		
TRANSMISSÃO PAULISTA	6.524.112,79		
CESP	6.497.158,81		

GLOSSÁRIO

Accrual (Accruals): É todo aquele valor provindo dos lucros, porém, que não se transforma em liquidez imediata. É como se fosse à relação das disponibilidades produzidas pelos lucros.

Disclosure: Termo usado para empresas que fazem o uso da transparência em seus negócios, termo muito usado ultimamente, tornando mais seguro para os investidores.

Heterocedasticidade: É um fenômeno estatístico que ocorre quando o modelo de hipótese matemático apresenta variâncias para Y e X(X1, X2, X3,..., Xn) diferentes para todas as observações, contrariando o postulado: $\text{Var}(y_i) = \text{Var}(e_i) = \delta^2$. Por outras palavras, a heterocedasticidade apresenta-se como uma forte dispersão dos dados em torno de uma reta e uma dispersão dos dados perante um modelo econométrico regredido.

Modelos: Os modelos têm como fundamento explicar uma ou várias variáveis de interesse (objetivo) em função de outras variáveis (explicativas). São usados para maiores conhecimentos e construídos o modelo, o mesmo pode ser usado para realizar previsões, calcular probabilidades, tempo de sobrevivência.

Normalidade: Esta hipótese apresenta características pouco restritivas uma vez que os resíduos são resultantes de um sem número de fatores menos importantes no que tange a influência no comportamento da variável dependente (senão deveriam ser incluídos na equação de regressão, perdendo sua característica residual). Na média, sua influência pode ser desprezada, uma vez que o erro médio apresenta um comportamento “normalizado”. Estatisticamente se possuímos um número de observações superior a 30 a previsão de dados assume a “normalidade”. Isto porque a distribuição amostral dos estimadores pode ser aproximada a curva normal onde n possua amplitude suficiente, o que na maior parte ocorre quando n é igual a 30.

Multicolinearidade: É um problema computacional que se desenvolve quando duas ou mais variáveis independentes possuem forte correlação. O resultado é uma Matriz de Correlação com variabilidade única (próximo de zero) tendo em vista o efeito da divisão de um número por uma variação absoluta extremamente pequena (próxima de zero). O resultado desta divisão é um número com um número de casas decimais bastante elevados, o que torna a aproximação computacional totalmente ineficaz. A existência de multicolinearidade introduz

erros grosseiros no resultado da regressão, produzindo sérios erros na previsão da Variável Dependente. Felizmente a multicolinearidade é de fácil detecção e correção.

Variáveis “*Dummy*”: Para controlar este tipo de fenómeno e modelar as variáveis qualitativas, são utilizadas variáveis binárias, ou “dummy”. As variáveis recebem este nome por assumirem apenas dois valores ao longo de toda a amostra: zero ou um. Outro formato possível que a variável “dummy” pode assumir refere-se a mudanças na inclinação. A variável, assim, assume o valor zero para o período sem a mudança e o valor igual ao da variável cuja inclinação mudou para o período com mudança.