



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,
ATUÁRIA E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
E CONTROLADORIA - MESTRADO ACADÊMICO

ALLAN PINHEIRO HOLANDA

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESTRUTURA
DE PROPRIEDADE NAS COMPANHIAS DE CAPITAL
ABERTO NO BRASIL

FORTALEZA
2012

ALLAN PINHEIRO HOLANDA

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NAS
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria.

**Orientador: Prof. Dr. Antonio Carlos Dias
Coelho**

**FORTALEZA
2012**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

-
- H669g Holanda, Allan Pinheiro.
Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade nas companhias de capital aberto no Brasil / Allan Pinheiro Holanda – 2012.
108 f.; il., enc.; 30 cm.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2012.
Área de Concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.
Orientação: Prof. Dr. Antonio Carlos Dias Coelho.

1. Contabilidade 2. Análise de balanço I. Título.

ALLAN PINHEIRO HOLANDA

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NAS
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração e Controladoria.

Aprovado em 22/06/2012

BANCA EXAMINADORA

Professor Dr. Antonio Carlos Dias Coelho (Orientador)
Universidade Federal do Ceará

Professora Dra. Vera Maria Rodrigues Pontes
Universidade Federal do Ceará

Professor Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima
Universidade de São Paulo

*“Better try and fail, to worry and watch the world go by.
It is better to try, though in vain to sit, doing nothing until the end.
I prefer walking in the rain, which in cold weather at home to hide.
I'd rather be happy mad though, that in accordance live!”*

Martin Luther King

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais, Otacio e Lucia, que sempre me apoiaram, me incentivaram e me ajudaram em tudo na minha vida.

À minha família e amigos pelo apoio, o afeto, o reconhecimento e a compreensão por minha ausência.

Ao meu orientador, o prof. Antonio Carlos Coelho, meus sinceros agradecimentos pela paciência, ensinamentos e oportunidades proporcionadas.

À profa. Vera Ponte e ao prof. Gerlando Lima pelas valiosas contribuições para o aprimoramento desta pesquisa na qualificação e na defesa desta dissertação.

A todos os professores e servidores do Programa de Administração e Controladoria.

Aos companheiros de mestrado pelo convívio e pelos conhecimentos compartilhados durante o curso. Em especial à Patrícia Mapurunga pela ajuda proporcionada durante a construção desta pesquisa.

À Sandra Isaelle que me ajudou em toda a etapa da coleta de dados.

À Fundação Cearense de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FUNCAP) pelo apoio financeiro durante o período de concessão de minha bolsa.

E por fim a Deus, por me proporcionar a conclusão de mais uma etapa da vida, que se consuma nesta pesquisa.

RESUMO

A informação contábil que possua o atributo da qualidade pode ser uma importante ferramenta para redução do conflito de agência, ao transmitir com eficiência a situação econômica das firmas aos investidores atuais e potenciais, e dentre as diversas formas de detectar a qualidade da informação contábil, destaca-se o gerenciamento de resultados, cuja intensificação está relacionada a uma menor qualidade da informação contábil. O objetivo da pesquisa consiste em identificar a associação entre a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil e a propensão de seus gestores para praticar o gerenciamento de resultados. Para a mensuração da prática do gerenciamento de resultados utilizou-se as medidas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e por Zimmerman e Gontcharov (2003). E como características da estrutura de propriedade foram utilizadas uma série de características referentes aos controladores da firma, aos investidores institucionais, aos acionistas minoritários e a situações da firma quanto a governança e negociabilidade de suas ações. Os dados para mensuração das variáveis foram obtidos na base de dados Economática®, nos Formulários de Referência de Informações Anuais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas disponíveis nos portais institucionais da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), referentes ao período de 1998 a 2010. As inferências empíricas tiveram como base estatísticas descritivas, testes de médias, análise de correlação e análise de regressão múltipla. Com base nos resultados encontrados nos testes empíricos, não se pode rejeitar a hipótese de que o nível de gerenciamento de resultados contábeis nas sociedades de capital aberto do Brasil é significativamente afetada por sua estrutura de propriedade.

Palavras-chave: Qualidade da Informação Contábil; Gerenciamento de Resultados; Estrutura de Propriedade.

ABSTRACT

The accounting information that has the quality attribute can be an important tool to reduce agency conflict effectively, to efficiently transmit the economic situation of the firms investors and potential investors, and among the various ways to detect the quality of accounting information, there is earnings management, whose intensification is related to a lower quality of accounting information. The aim of this research is to identify the association between the ownership structure of public companies in Brazil and the propensity of their managers to practice earnings management. To measure the practice of earnings management used the measures developed by Leuz, Nanda and Wysocki (2003) and Zimmerman and Goncharov (2003). And as characteristics of ownership structure characteristics were used a number of characteristics relating to the control of the firm, institutional investors, minority shareholders and the situation of the firm as governance and marketability of its shares. The data for the measurement of variables were obtained in the database Economática®, in the Reference Forms Annual Information and the Financial Statements are available in institutional portals of the BM&FBovespa and the Securities and Exchange Commission (CVM) for the period 1998 to 2010. The empirical inferences were based on descriptive statistics, tests of means, correlation analysis and multiple regression analysis. Based on the results found in the empirical tests, we can't reject the hypothesis that the level of earnings management in public companies of Brazil is significantly affected by your ownership structure.

Keywords: Quality of Accounting Information; Earnings Management; Ownership Structure.

SUMÁRIO

LISTA DE QUADROS	2
LISTA DE TABELAS	3
1 INTRODUÇÃO.....	4
1.1 Situação problema	4
1.2 Objetivos.....	7
1.3 Relevância	7
1.4 Metodologia.....	9
1.5 Estrutura do estudo	10
2 SUPORTE TEÓRICO	11
2.1 Teoria da Agência.....	11
2.2 Gerenciamento de resultados.....	16
2.2.1 Incentivos para gerenciamento de resultados	22
2.2.2 Técnicas de gerenciamento de resultados.....	23
2.2.3 Formas de gerenciamento de resultados	24
2.2.4 Metodologias para estimação da prática do gerenciamento de resultados	27
2.3 Estudos anteriores relacionando a estrutura de propriedade e a prática do gerenciamento de resultados	33
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	41
3.1 Tipologia da pesquisa	41
3.2 Dados e amostra	41
3.3 Definição operacional das variáveis	43
3.4 Procedimentos estatísticos.....	52
4 RESULTADOS	54
5 CONCLUSÕES	86
REFERÊNCIAS	89
Apêndice 1 - Análise de Correlação	95
Apêndice 2 - Análise de Regressão - Modelo GR1 Completo	97
Apêndice 3 - Análise de Regressão - Modelo GR2 Completo	99
Apêndice 4 - Análise de Regressão - Modelo GR3 Completo	101
Apêndice 5 - Análise de Regressão - Modelo GR4 Completo	103
Apêndice 6 - Análise de Regressão - Modelo GR5 Completo	105
Apêndice 7 - Análise de Regressão - Modelo GR6 Completo	107

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Diferenças entre gerenciamento de resultados e contabilidade fraudulenta	20
Quadro 2 - Resumo dos estudos anteriores	38
Quadro 3 - Resumo das Variáveis Dependentes	45
Quadro 4 - Descrição das variáveis independentes	51
Quadro 5 - Resumo dos Resultados Encontrados na Análise de Regressão	84

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quantidade de observações por medida de GR.....	43
Tabela 2 - Prática do Gerenciamento de Resultados	55
Tabela 3 - Características da Estrutura de Propriedade I.....	56
Tabela 4 - Características da Estrutura de Propriedade II	57
Tabela 5 - Características da Estrutura de Propriedade III.....	59
Tabela 6 - Características Financeiras	60
Tabela 7 - Correlações Significantes	60
Tabela 8 - Análise de Regressão Modelo Suavização da Série de Lucros - Amostra 1	64
Tabela 9 - Análise de Regressão Modelo Suavização da Série de Lucros - Amostra 2.....	66
Tabela 10 - Análise de Regressão Modelo Suavização da Série de Lucros - Amostra 3.....	69
Tabela 11 - Análise de Regressão Modelo Atuação Discricionária - Amostra 1	72
Tabela 12 - Análise de Regressão Modelo Atuação Discricionária - Amostra 2.....	75
Tabela 13 - Análise de Regressão Modelo Atuação Discricionária - Amostra 3.....	77
Tabela 14 - Análise de Regressão - Modelo GR6	80

1 INTRODUÇÃO

1.1 Situação problema

Em 2008 havia no Brasil pouco mais de 4 milhões de empresas ativas, das quais menos de 1% constituídas sob a forma de sociedade por ação de capital aberto. Estas poucas empresas no ano de 2010 responderam por aproximadamente 18% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro (OLIVEIRA, 2011).

Devido à sua alta representatividade na economia brasileira, as sociedades de capital aberto são frequentemente abordadas em estudos e pesquisas. Uma das características mais estudadas dessas sociedades é a sua estrutura de propriedade.

A estrutura de propriedade, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2011), refere-se à estrutura societária da empresa, ou seja, corresponde às características inerentes aos proprietários da empresa.

As pesquisas que estudaram a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil verificaram as seguintes características: (i) alta concentração de votos em poder de um único acionista; (ii) identidade do acionista controlador; (iii) emissão de ações sem direito a voto (preferenciais); (iv) estruturas indiretas de controle; e (v) existência de acordos de acionistas (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; OKIMURA, 2003; GRAVA, 2004; SILVEIRA, 2004; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; CRISÓSTOMO, 2011).

Sem dúvida, a concentração de votos é a característica mais marcante da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil, seja por estruturas diretas de controle seja por estruturas indiretas de controle - em que um acionista pode utilizar uma firma que já detenha o controle para obter o controle de outra. Pesquisas como a de Okimura (2003) e Silveira (2004) apontaram que a quantidade de ações ordinárias (com poder de voto), via estrutura direta ou indireta de controle, em poder do maior acionista oscila em torno de 75%, o que revela uma forte concentração de poder.

Em decorrência da alta concentração de votos em poder de um único acionista, percebe-se uma clara identificação de quem tem o poder na firma, o maior acionista. Nos

estudos de Silva (2004) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007) foram encontradas evidências de que, no Brasil, o maior acionista das firmas são uma Família, o Governo, Investidores Estrangeiros ou Investidores Institucionais.

Outra característica marcante é a emissão de ações preferenciais, que quase sempre não permite ao seu detentor o direito de votar nas assembleias, o que divide os acionistas em dois grupos: o daqueles que detêm poder de voto e o dos que têm preferência no recebimento de dividendos.

Outra característica da propriedade das sociedades de capital abertas brasileiras é a existência de acordos de acionistas, já que, segundo Sarlo Neto (2009), cerca de 25% das sociedades de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa) possuem acordo de acionistas.

A presença de tais características nas sociedades de capital aberto do Brasil traz indícios de formação do conflito de agência entre os interesses dos acionistas majoritários (controladores) *versus* os dos acionistas minoritários (ordinários e preferenciais), o que, segundo La Porta *et al.* (1998) é comum em mercados emergentes, como o mercado de capitais brasileiro. Tal conflito é diferente do que ocorrem em mercados mais desenvolvidos, como o norte-americano e o britânico, em que o conflito de agência desenvolve-se em torno dos interesses dos gestores e dos acionistas.

Estudos recentes investigaram o relacionamento entre a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil com outros atributos de governança corporativa (SILVA, 2004; SILVEIRA, 2004), informatividade dos lucros (SARLO NETO; LOPES; DALMÁCIO, 2010), e qualidade da informação contábil (BAPTISTA, 2008; TORRES, 2009; CORREIA; LOUVET, 2010; COELHO *et al.* , 2011).

A informação contábil de qualidade pode ser uma importante ferramenta para redução do conflito de agência, ao transmitir com eficiência a situação econômica das firmas aos investidores atuais e potenciais. Por outro lado, uma informação contábil com menor qualidade pode acobertar atitudes oportunistas dos agentes das firmas.

E uma das formas de detectar a qualidade da informação contábil é por meio da investigação de práticas de gerenciamento de resultados; de acordo com Barth, Landisman e Lang (2008) a associação entre os dois é inversa, ou seja, uma maior qualidade da informação contábil está associada a uma menor prática de gerenciamento de resultados.

Essa relação é de tal modo verdadeira, já que a prática do gerenciamento de resultados mascara o verdadeiro resultado da firma e induz uma ineficiência na alocação de recursos bem como uma distribuição injustificada de riquezas (MARTINEZ, 2001).

Dessa forma, em decorrência do ambiente institucional brasileiro, que apresenta baixo nível de *enforcement* para contratos e credores com baixa demanda por informações contábeis eficientes, pode-se supor que características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil podem fornecer incentivos relacionados às escolhas contábeis e ao processo de elaboração e divulgação das demonstrações financeiras, os quais, por sua vez, podem alterar a qualidade da informação contábil.

Assim, levando-se em conta que a estrutura de propriedade é uma das características do ambiente institucional brasileiro que pode influenciar a qualidade da informação contábil, e que informações contábeis de menor nível de qualidade estão relacionadas a uma maior prática de gerenciamento de resultados, formula-se a seguinte questão de pesquisa: **A estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil pode afetar marginalmente o nível de gerenciamento de resultados dos gestores de tais firmas?**

A existência de acionistas controladores, assim designados por possuir a maioria absoluta de votos, que asseguram a si o efetivo controle da firma, exercendo, portanto, a sua gestão, o que enseja a prática de atos que concorram para a expropriação de parte das riquezas dos demais acionistas e *stakeholders*. Então, tais acionistas poderão se utilizar da informação contábil para, de forma discricionária, esconder suas atitudes, visando maximizar sua utilidade de maneira oportunística.

Isso se deve ao fato de os acionistas excluídos do grupo de controle, compreendendo possuidores de ações ordinárias e de ações preferenciais, sem direito a voto e com baixo nível de negociação em bolsa, não conseguirem impor mecanismos que garantam informação contábil eficiente.

Características como a presença de investidores institucionais, com maior conhecimento e maior eficiência informacional, e a presença de acordo de acionistas, por meio do qual, investidores antes sem participação expressiva se agrupam em bloco com o objetivo de conquistar maior poder, podem apresentar efeito contrário ao da concentração de capital, influenciando o aumento da qualidade da informação contábil.

O Brasil caracteriza-se por possuir um ambiente institucional que pode alterar a qualidade da informação contábil para favorecer os principais acionistas (majoritários), mas características como a presença de investidores institucionais e a existência de acordos de acionistas podem proteger os agentes (acionistas principais e credores) e melhorar a qualidade da informação contábil. Então, na presente pesquisa assume-se a seguinte hipótese:

H₀: O nível de gerenciamento de resultados contábeis nas sociedades de capital aberto do Brasil é significativamente afetada por sua estrutura de propriedade.

1.2 Objetivos

Diante desse contexto, o objetivo geral da pesquisa consiste em identificar a associação entre estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil e a propensão de seus gestores para praticar gerenciamento de resultados.

Como objetivos específicos, destacam-se:

1. Mensurar e explicar a prática de gerenciamento de resultados nas sociedades de capital aberto do Brasil; e
2. Identificar os atributos inerentes da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil.

1.3 Relevância

No contexto da Teoria da Agência em que impera a assimetria informacional, onde o agente possui mais informações do que o principal existe a possibilidade de os agentes utilizarem as firmas para alcançar os seus objetivos pessoais, o que poderá resultar em custos de agência.

Nesse contexto a contabilidade torna-se relevante para reduzir tais custos, pois pode contribuir para reduzir a assimetria informacional informando sobre a situação real da organização no âmbito econômico e financeiro, dando bases consistentes para que aqueles principais façam suas análises e previsões no intuito de garantir a decisão mais eficiente (NARDI, 2008).

Contudo, é facultada ao agente a discricionariedade no processo de elaboração e divulgação da informação contábil, o qual permite que os agentes escolham um método dentre vários permitidos pelos normativos, o que pode contribuir para que os agentes atuem de forma oportuna (ALMEIDA; ALMEIDA, 2009).

Essa atuação oportuna é incentivada e pode ensejar no gerenciamento de resultados se o ambiente institucional em que a firma está inserida for caracterizado por baixo *enforcement* nos contratos e por baixa demanda pela informação contábil pelos usuários externos, como o ambiente institucional Brasileiro.

Considerando as características nas sociedades de capital aberto do Brasil, a formação do conflito de agência ocorre entre os interesses dos acionistas majoritários (controladores) *versus* os dos minoritários (ordinários e preferenciais).

Os acionistas majoritários ao possuir o controle das firmas, asseguram a si o efetivo controle da firma, exercendo, portanto, a sua gestão, o que enseja a prática de atos que concorram para a expropriação de parte das riquezas dos demais acionistas e *stakeholders*.

Mas, existem outros acionistas, como os investidores institucionais, que poderiam reduzir a influência dos acionistas majoritários e reduzir a expropriação das riquezas das firmas.

Assim, levando-se em conta o ambiente institucional brasileiro, pode-se supor que as características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil podem fornecer incentivos relacionados às escolhas contábeis e ao processo de elaboração e divulgação das demonstrações financeiras, os quais, por sua vez, podem alterar o nível de gerenciamento de resultados.

Isto posto, esta pesquisa torna-se relevante: (i) ao contribuir para a investigação do relacionamento existente entre a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil e a propensão de seus gestores para praticar o gerenciamento de resultados; (ii) pelo uso de um número relativamente abrangente de variáveis para representar as características da estrutura de propriedade, diferente das demais pesquisas que investigaram o mesmo tema e que se centraram no estudo de algumas variáveis; (iii) por incluir na composição da amostra as sociedades de capital aberto do Brasil não listadas na BM&FBovespa; e (iv) por diferentemente das demais pesquisas, que utilizaram em torno de 5 anos, utilizar um espaço temporal relativamente grande de análise (13 anos).

1.4 Metodologia

A pesquisa tem conotação teórico-empírica, e adota procedimentos bibliográficos e documentais. O estudo tem também natureza quantitativa, utilizando procedimentos estatísticos e econométricos para organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados.

Os dados para mensuração das variáveis foram obtidos na base de dados Economática®, nos Formulários de Referência de Informações Anuais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas disponíveis nos portais institucionais da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), referentes ao período de 1998 a 2010.

Ao todo, a amostra completa reuniu 873 sociedades de capital aberto divididas em 3 amostras. Para a mensuração das variáveis a Amostra 1 utilizou as informações referentes aos anos de 1998 a 2005, enquanto que a Amostra 2 utilizou as informações do período de 2006 a 2010. Já a Amostra 3 considera todo o período, de 1998 a 2010.

Foram utilizadas como métricas para o gerenciamento de resultados indicadores baseados nas medidas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e por Zimmerman e Gontcharov (2003). Já como características da estrutura de propriedade foram utilizados os conceitos de Participação do Maior Acionista no Capital (PMA), Existência de Acionista Controlador (EAC), Quantidade de Acionistas Relevantes (QA), Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital (IIR), Existência de Preferencialistas (EP), Porcentagem de Ações em Circulação (PAC), Existência de Acordo de Acionistas (AA), Origem do Capital

(OC), Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts*; (ADR), Não Listagem na BM&FBovespa (NL), Adesão à segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) e Pertence a Grupo Econômico (GE).

Como procedimentos estatísticos foram utilizadas as técnicas de estatísticas descritivas e testes de diferenças de média com o objetivo de conhecer, inferir e investigar possíveis alterações nas características das empresas da amostra empregada, enquanto que a utilização das técnicas de análise de correlação e de análise de regressão tiveram o objetivo de investigar a associação entre a prática do gerenciamento de resultados e características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil.

1.5 Estrutura do estudo

O estudo foi organizado em cinco seções, incluindo esta introdução.

A seção 2 descreve o suporte teórico da pesquisa, abordando assuntos como teoria da agência e gerenciamento de resultados, além de destacar pesquisas acerca das características da estrutura de propriedade e sua correlação com o gerenciamento de resultados.

A terceira seção relata a metodologia aplicada à pesquisa, destacando os procedimentos estatísticos e o modelo de pesquisa, trazendo, ainda, considerações sobre a amostra utilizada.

A seção 4 apresenta, descreve e explica os resultados encontrados no processo investigativo.

A última seção apresenta os comentários finais e sugestões para pesquisas futuras.

2 SUPORTE TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência

Devido ao crescimento do porte e da complexidade das organizações empresariais nos últimos anos, os proprietários das firmas, em sua maioria, viram-se impelidos a delegar a gerência a gestores profissionais, incumbidos de gerir a organização segundo as diretrizes dos proprietários e pretensamente voltada para a maximização do valor da firma.

A partir da constatação dessa separação entre a propriedade e a gestão das organizações, surgiu a Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (NARDI, 2008).

A Teoria da Agência desenvolveu-se a partir das relações de agência, em que Jensen e Meckling (1976), baseando-se na Teoria Contratual da Firma¹, enunciaram ser contratos (muitas vezes informal) em que um (ou mais de um) indivíduo (o principal) contrata outro (ou outros) (o agente) para realizar, em seu nome, algum serviço ou trabalho, mediante compensação financeira.

Segundo Godoy e Marcon (2006), a Teoria da Agência está relacionada à fragmentação da propriedade, podendo o agente ser definido como um gestor que não detém integralmente a propriedade da organização. Nesse sentido, o agente pode ser um gestor contratado ou um dos acionistas da organização, enquanto o principal seriam os acionistas (quando o gestor não for um acionista), os demais acionistas (quando o gestor for um acionista), os credores, dentre outros.

A relação de agência tem início na delegação de poderes por parte do principal para o agente, na expectativa de que este venha a agir sempre de acordo com o melhor interesse daquele (PIRES, 2008). Entretanto, essa relação pode não ser harmoniosa, pois de acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 9) “se ambas as partes do relacionamento são maximizadores de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do

¹Segundo a Teoria Contratual da Firma a organização é considerada com sendo um nexo de contratos, os quais buscam definir e proteger direitos de propriedades associados aos agentes econômicos (COASE, 1999).

principal”², ou seja, os agentes das firmas também possuem interesses que procurarão maximizar, os quais podem ir de encontro aos dos principais.

Monsma (2000) acrescenta que a Teoria da Agência tem origem na economia neoclássica, na abordagem sociológica da escolha racional, partindo da suposição de que as pessoas racionalmente tomam decisões que maximizem as chances de alcançar suas metas e realizar seus projetos.

De acordo com Nardi (2008, p. 21), o que ocorre na Teoria da Agência é que há “decisões que podem maximizar a riqueza de uma parte e as que maximizam o interesse da outra, de modo que decisões favoráveis a um lado podem ser desfavoráveis ao outro”.

Enquanto que o interesse do principal consiste na maximização de sua utilidade, o interesse do agente pode significar maior remuneração, poder, segurança e reconhecimento profissional. Nesse ambiente de interesses divergentes, é que se instalam os ditos problemas de agência, ou conflitos de agência.

O problema básico de qualquer relação de agência, segundo Santos (2007, p. 13), é que “se o comportamento dos indivíduos envolvidos é pautado pela busca do interesse próprio, o principal poderá encontrar dificuldades em induzir o agente a se comportar de maneira a maximizar o ganho do principal”, ou seja, o problema de agência reside na possibilidade de o agente assumir um comportamento oportunista no tocante a suas ações visando aumentar sua satisfação pessoal, em detrimento de ações que visem aumentar a utilidade do principal.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), em termos gerais, os problemas de agência advêm da separação entre a propriedade e o controle. Assim, o empresário ou o administrador levanta recursos junto aos investidores para alocação no processo produtivo ou em novos projetos da organização, de maneira que o problema de agência refere-se, portanto, à dificuldade de o investidor assegurar que seus recursos não serão expropriados ou gastos em processos produtivos ou projetos não rentáveis.

² *If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal*

Os problemas de agência foram, primeiramente, analisados por Jensen e Meckling (1976) a partir de três situações, a saber: o gerente detém a totalidade das ações da organização; o gerente possui apenas uma parte do capital; e o gerente não é acionista.

Na primeira situação o gestor tenderá a tomar decisões que maximizarão a sua utilidade, contudo não haverá problemas corporativos, pois não existem outros acionistas. Na segunda situação ele tende a apropriar-se de recursos corporativos na forma de benefícios ou mordomias, porém ao perceber que as decisões do gestor divergem dos seus interesses, os demais acionistas passarão a monitorar o seu comportamento. E por fim na última situação, o risco de apropriar-se de recursos da organização na forma de benefícios ou mordomias será bem maior e, as decisões do gestor tenderão a ser limitadas devido ao monitoramento imposto pelos acionistas.

Os resultados dos estudos de Jensen e Meckling (1976) indicam que na medida em que o gestor vai deixando de possuir parcela do capital da empresa, maior será a probabilidade de ocorrer problemas de agência, pois o gestor buscará maximizar sua utilidade em detrimento da utilidade dos demais acionistas.

Esse contexto de problemas em que maximização da satisfação do principal entra em confronto com a maximização da satisfação do agente, conhecidos como problema de agência, ocorre devido à “inexistência do contrato perfeito” e à “inexistência do agente perfeito” (ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2007).

De acordo com Martinez (1998, p. 2), a inexistência do contrato perfeito se baseia na ideia de que:

a firma é visualizada como um grande feixe (teia) de contratos que se intercalam e cruzam em vários sentidos e entres diferentes partes da organização. Mediante esses contratos definem-se as relações entre partes díspares e independentes. É mister que se observe que esses contratos não são necessariamente formalizados, muitas vezes estabelecem-se relações que não pressupõem existência física (ou tangível) de um contrato, existindo tão-somente no plano informal.

Nesse ambiente de relações contratuais dentro de uma organização, os contratos perfeitos, segundo Klein (1983), simplesmente não existem, por três razões: a) o grande número de contingências possíveis; b) a multiplicidade de reações às contingências; e c) a crescente ocorrência de contingências imprevisíveis.

Já a inexistência do agente perfeito, segundo Jensen e Meckling (1994), advém da natureza humana, que é utilitarista e racional, conduzindo os indivíduos a maximizar uma função utilidade mais voltados para as suas próprias preferências e os próprios objetivos. Assim, o agente perfeito, que deixa de maximizar sua função utilidade para maximizar a função utilidade do principal, não existe.

Nardi (2008) aponta que, a partir da “inexistência do contrato perfeito” e da “inexistência do agente perfeito”, e também devido ao fato de a organização necessitar da discricionariedade dos agentes, esta acaba exposta ao juízo gerencial do agente, ou seja, o agente poderá executar ações voltadas para os seus objetivos, em detrimento dos objetivos dos principais.

Então, ao deixar de atuar voltado para o atendimento da satisfação do principal, ou seja, mais preocupado em atender a sua satisfação pessoal, o agente encontrar-se-á em um cenário caracterizado pelo perigo moral e pela seleção adversa.

O perigo moral - *moral hazard* - diz respeito às ações ocultas do agente, que surgem quando o principal não é capaz de exercer total controle sobre elas. Assim, os agentes podem optar por agir voltados para a maximização de sua utilidade sem o conhecimento do principal (MARTINEZ, 1998).

Já a seleção adversa - *adverse selection* - refere-se à situação de assimetria informacional entre o principal e o agente. Ou seja, como lida diretamente com a condução dos negócios da firma, o agente possui mais informações que o principal, razão pela qual o principal é incapaz de determinar se o agente está maximizando o valor da firma (MARTINEZ, 1998).

Então, em um contexto de relações de agência entre acionistas e gestores, o agente (gestor) se valerá da própria posição de comando dentro da organização para controlar as informações passadas ao principal (acionista majoritário) acerca das decisões tomadas com o intuito de atender à sua satisfação em detrimento da satisfação do principal.

Em um ambiente caracterizado pela busca da redução de problemas entre os principais e os agentes, a contabilidade pode ser considerada um meio capaz de possibilitar a redução dos problemas entre os agentes e os principais (PIRES, 2008).

A contabilidade parte, então, do registro dos fatos contábeis, sob o enfoque de seus postulados, princípios e convenções, para terminar na elaboração dos demonstrativos contábeis que irão suprir a necessidade informacional de usuários internos e externos (IUDÍCIBUS *et al.*, 2005).

Nesse sentido, segundo Hendriksen e Breda (1999), a contabilidade tem por objetivo prover informações para ajudar os usuários externos a tomar decisões racionais, o que é corroborado pelo Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC, 2008) segundo o qual a contabilidade deve “fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica”.

Tukamoto (2004, p. 13) discrimina os interesses específicos dos principais grupos de usuários das informações contábeis:

Os acionistas estão interessados no fluxo de dividendos e no valor de suas ações. Os fornecedores e emprestadores de capital querem saber da capacidade de pagamento da empresa. As entidades governamentais estão preocupadas com a produtividade da empresa, no valor adicionado e no lucro tributável. Os empregados se interessam pelas políticas de cargo e salário, pela manutenção de seus empregos etc. Os administradores querem informações como, por exemplo, o retorno sobre o ativo e o nível de endividamento. Os concorrentes dão importância às estratégias utilizadas pela empresa. E, mais recentemente, existe a preocupação como um todo sobre a conduta social da empresa.

Nesse contexto de provimento de informações capazes de subsidiar decisões dos diferentes grupos de usuários, “a contabilidade encontra-se plena em sua existência, pois estará realizando a função de estabelecer uma conexão entre a informação contábil e a necessidade de sua obtenção” (PIRES, 2008, p. 103).

Lopes e Martins (2005) destacam que, de acordo com a Teoria Contratual da Firma, ao prover informações para os usuários internos e externos, a contabilidade acaba ainda por mensurar a contribuição de cada participante no valor da empresa e dos respectivos contratos,

pois a contabilidade ao adicionar receitas e retirar despesas, estará mensurando a participação de cada contrato no resultado da empresa, como exemplo o pagamento dos juros é a remuneração dos que emprestaram capital à empresa.

De acordo com Nardi (2008, p. 22), ao cumprir seu objetivo de informar, “é possível dizer que a contabilidade desempenha um papel importante na redução dos conflitos de interesses, mediante a minimização da assimetria de informações”.

De acordo com Bushman e Smith (2003), a informação contábil confiável facilita o monitoramento por parte do principal, possibilitando-lhe avaliar o desempenho dos agentes e ensejando a criação de um conjunto de incentivos, visando ao alinhamento de interesses entre agentes e principais.

O principal confia suas necessidades informativas à contabilidade, por estar distante da administração diária da firma e por ter necessidade informacional sobre o efeito das decisões tomadas pelo agente (PIRES, 2008).

No contexto da Teoria da Agência em que impera a assimetria informacional, no qual o agente possui mais informações, sobre a empresa, do que o principal, a contabilidade torna-se relevante para minimizar os problemas de agência, pois pode contribuir para reduzir a assimetria informacional negativa para os principais quanto à situação real da organização no âmbito econômico e financeiro, dando bases consistentes para que tais principais façam suas análises e previsões no intuito de garantir a decisão mais eficiente (NARDI, 2008).

2.2 Gerenciamento de resultados

Considerando a possibilidade de os agentes utilizarem as firmas para alcançar os seus objetivos pessoais, o que poderá resultar em problemas de agência com os principais, a contabilidade tenderá a ser uma ferramenta que poderá ajudar a minimizar problemas de agência e melhorar as condições informacionais entre os agentes e os principais, contudo, desde que seja utilizada de forma neutra.

Mas, a norma contábil possibilita “a discricionabilidade no julgamento do administrador, quando da escolha entre os critérios alternativos a serem adotados pela contabilidade” (FORMIGONE; PAULO; PEREIRA, 2007, p. 2).

Essa discricionabilidade, no qual permite que os agentes escolham um método dentre vários permitidos pelos normativos, pode contribuir para que os agentes atuem de forma oportuna (ALMEIDA; ALMEIDA, 2009). Essa atuação oportuna é incentivada se o ambiente institucional em que a firma está inserida for caracterizado por baixo *enforcement* nos contratos e por baixa demanda pela informação contábil pelos usuários externos.

Nessa perspectiva, os agentes poderão usar a contabilidade, que é deixada de lado pelos usuários externos, para enganar os investidores da firma e, assim, atuar com o intuito de maximizar a sua utilidade em detrimento dos interesses de acionistas e credores.

A discricionabilidade na mensuração das informações contábeis seja com fins oportunistas ou não, em conjunto com a busca pela maximização da utilidade por parte dos agentes acaba por permitir a prática do gerenciamento de resultados (HEALY; WAHLEN, 1999; LOPES; MARTINS, 2005).

De acordo com Watts e Zimmerman (1990 apud FIELDS; LIZ; VICENT, 2001, p. 260) “o gerenciamento de resultados se dá quando o gestor exerce sua discricionabilidade sobre os números contábeis, com ou sem restrição. Tal discricionabilidade pode ter fins maximizadores do valor da firma ou oportunistas”³.

Na visão dos autores o gerenciamento de resultados pode ser utilizado para fins oportunistas ou não, sendo que em qualquer das duas maneiras a prática modifica a informação contábil.

Seguindo a mesma linha de raciocínio, Parfet (2000) demonstrou que as definições do gerenciamento de resultados se distribuem em dois grupos posicionados em pólos extremos: um dos grupos considera o gerenciamento de resultados algo prejudicial, enquanto o outro o entende como algo benéfico. O autor considerou os extremos como sendo:

³ *Earnings management as occurring when managers exercise their discretion over the accounting numbers with or without restrictions. Such discretion can be either firm value maximizing or opportunistic*

- a) *bad earnings management*: representa o gerenciamento de resultados inapropriado com o objetivo de esconder a realidade econômica e financeira da organização por meio de lançamentos contábeis artificiais ou do alongamento das estimativas para além do ponto de razoabilidade; e
- b) *good earnings management*: é o processo diário de condução da firma de maneira bem gerenciada, que estabelece metas razoáveis para o orçamento, monitora os resultados e as condições de mercado, reage a todas as ameaças e oportunidades e cumpre compromissos; ou seja, são práticas adequadas que configuram uma boa gestão dos negócios e acabam por maximizar o valor da firma.

Parfet (2000) cita dois exemplos da prática de *good earnings management*: parar de produzir quando as metas de produção forem atingidas ou os níveis de estoques estiverem relativamente altos; e vender ativos quando as vendas caírem, para estabilizar os resultados da firma. O autor recomenda que tudo que for feito deve ser divulgado para todos os *stakeholders* da firma, de modo que o resultado divulgado não seja enganoso. Dessa forma, pode-se perceber que o *good earnings management* nada mais é do que a o gerenciamento da “gestão da empresa” e não dos números contábeis.

Em uma das definições clássicas de gerenciamento de resultados (*bad earnings management*) pode ser entendido como “uma intervenção proposital no processo de elaboração e divulgação das demonstrações financeiras, com a intenção de obter algum benefício particular (em oposição ao, digamos apenas, processo neutro de reportar os resultados)”⁴ (SCHIPPER, 1989, p. 92 apud MARTINEZ, 2001).

Diferente dos autores até aqui apresentados, a autora considera que o gerenciamento de resultados possui um único sentido, que é o de manipular os resultados para enganar alguém. Em sua definição a autora dá destaque à intervenção proposital do gestor na elaboração e na divulgação das informações contábeis da firma com objetivo de maximizar a sua utilidade, em detrimento do reporte da verdadeira situação econômica e financeira da firma.

⁴ *A purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtain some private gain (as opposed to, say merely, facilitating the neutral operation on the process)*

Seguindo a linha de pensamento de Schipper, Healy e Wahlen (1999, p. 89) propõem como definição para o gerenciamento de resultados:

Gerenciamento de resultados ocorre quando se usa de julgamento nas informações financeiras e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros com o objetivo de enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa, ou para influenciar os resultados contratuais que dependem de números contábeis reportados⁵.

Essa definição refere à utilização, pelo gestor, da discricionariedade para manipular as informações contábeis, como forma de iludir os demais *stakeholders* da firma.

No âmbito nacional, a primeira definição para o gerenciamento de resultados foi proposta por Martinez (2001, p. 12), segundo o qual “caracteriza-se fundamentalmente como alteração proposital dos resultados contábeis (intencional), visando alcançar, atender motivação particular”; segundo o autor os gestores da empresa manipulariam o resultado para atender algum objetivo particular, como a maximização da sua utilidade em detrimento da maximização da utilidade do principal.

Outra definição bastante completa para a prática foi proposta pelo autor brasileiro Paulo (2007, p. 12), que definiu o gerenciamento de resultados como:

o conjunto de práticas desenvolvidas pelos administradores, seja através das escolhas contábeis ou alteração das atividades operacionais (reais) normais da empresa, com o objetivo de interferir, intencionalmente, na informação contábil reportada e, conseqüentemente, afetar a análise do desempenho da empresa ou influenciar as relações contratuais que dependam dos números contábeis.

Dechow e Skinner (2000) destacam que existem diferenças entre gerenciamento de resultados e contabilidade fraudulenta. De acordo com os autores o gerenciamento de resultados diz respeito à manipulação de informações que ocorre no âmbito das normas e práticas contábeis aceitas, ou seja, é uma prática legalmente aceitável; já a contabilidade fraudulenta é uma manipulação que viola as normas e princípios contábeis e legais, configurando, portanto, um crime.

⁵*Earnings management occurs when use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers*

Ao analisar as práticas que poderiam alterar o resultado das empresas Dechow e Skinner (2000) concluíram que existem práticas que promovem o gerenciamento de resultados e práticas que promovem a contabilidade fraudulenta. O Quadro 1 apresenta um resumo de tais práticas.

Quadro 1- Diferenças entre gerenciamento de resultados e contabilidade fraudulenta

Práticas do Gerenciamento de Resultados	
reconhecer elevado volume de provisões	retardar o reconhecimento de vendas
registrar aceleradamente despesas de depreciação	registrar aceleradamente gastos associados a propaganda e publicidade, treinamento e P&D
reconhecer receitas apenas quando da cobrança	aumentar o reconhecimento de despesas de natureza não operacional (banquetes, bingos, doações)
evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões	antecipar ou acelerar o registro de vendas
reduzir o registro da depreciação e amortização	adiar o registro de despesas necessárias de à propaganda e publicidade, treinamento e P&D
reconhecer receitas durante a produção	aumentar o reconhecimento receitas não operacionais pela venda de ativos da empresa
Práticas da Contabilidade Fraudulenta	
registrar vendas fictícias	reconhecer o recebimento pelo produto e não efetuar a sua entrega
antecipar a data de realização das vendas	deixar de cumprir compromissos financeiros
superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício	não pagar tributos lançados

Fonte: Martinez (2001)

Almeida (2010) corrobora tal ideia afirmando que há uma linha tênue entre o gerenciamento de resultados e a contabilidade fraudulenta, pois o primeiro modifica os resultados contábeis dentro do limite imposto pelas normas contábeis, enquanto, que a segunda extrapola tais limites. Sadka (2006) considera que a contabilidade fraudulenta altera o bem-estar social e setorial, pois apesar de proporcionar benefícios no curto prazo, acarreta efeitos adversos para o setor e para a sociedade no longo prazo.

Ainda como diferença entre as duas práticas, pode-se acrescentar que diferente das práticas de contabilidade fraudulenta, a prática do gerenciamento de resultados afeta o resultado contábil de um exercício e se desfaz nos exercícios contábeis seguintes.

Mulford e Comiskey (2002, p. 65) elencaram uma série de possibilidades que consistem, basicamente, de postergações de despesas e antecipações de receitas dentro dos limites impostos pela legislação contábil vigente. Dentre as possibilidades citadas pelo autor, vale destacar:

1. mudança nos métodos de depreciação;

2. mudança nas vidas úteis consideradas para fins de depreciação;
3. mudança nas estimativas de valor residual consideradas para fins de depreciação;
4. determinação de provisões exigidas para contas incobráveis e empréstimos a receber;
5. determinação de provisões exigidas para garantia de produtos ou serviços;
6. decisão sobre a provisão exigida para impostos diferidos no ativo;
7. determinação da existência de ativos que perderam a substância econômica e qualquer outra provisão necessária para perdas;
8. estimação do estágio de finalização de contratos de longa duração em porcentagem completada;
9. estimação da probabilidade de serem concretizadas as reclamações contratuais;
10. estimação da baixa contábil exigida para determinados investimentos;
11. estimação do valor da provisão para gastos com reestruturação;
12. avaliação da necessidade de baixa contábil de estoques e seus respectivos valores;
13. estimação das provisões ambientais;
14. criação ou alteração dos cálculos atuariais para aposentadorias;
15. determinação da parte do preço de uma transação de compra a ser atribuída a pesquisa e desenvolvimento em andamento;
16. determinação ou mudança dos períodos de amortização para ativos intangíveis;
17. decisão sobre a extensão até quando vários custos - desenvolvimento imobiliário, propaganda de resposta direta e desenvolvimento de *softwares* - devem ser capitalizados;
18. decisão sobre a apropriada classificação de políticas para coberturas contra riscos de um derivativo financeiro;
19. determinação se existe influência significativa sobre uma companhia investida; e
20. decisão relacionada a uma queda no valor de mercado de um investimento.

Isto posto, pode-se concluir que o gerenciamento de resultados é um ato discricionário na mensuração e na divulgação das informações contábeis por parte gestores, com o intuito de modificar o real desempenho da firma, sendo que essa modificação ocorre dentro dos limites impostos pela legislação contábil vigente, e tem como objetivo maximizar a utilidade desses mesmos gestores.

2.2.1 Incentivos para gerenciamento de resultados

Os incentivos para o gerenciamento de resultados dizem respeito a determinada motivação que aumentará a propensão dos gestores para gerenciar o resultado da organização, tendo em vista a obtenção de algum benefício particular.

A literatura registra alguns tipos de incentivo que promovem a prática do gerenciamento de resultados, havendo, na opinião de Mohanram (2003), uma razão fundamental que liga todos os incentivos, relacionada ao desempenho da firma e ao alcance de algum ponto ou medida de referência.

Ainda de acordo com Mohanram (2003), essa medida de referência pode ser o resultado de períodos anteriores, expectativas de determinados *stakeholders*, o lucro zero ou ainda os contratos de remuneração dos gestores.

Healy e Wahlen (1999) classificaram os incentivos para a prática do gerenciamento de resultados em três categorias: (i) incentivos contratuais, (ii) incentivos vinculados aos custos políticos e (iii) incentivos vinculados ao mercado de capitais.

Os incentivos contratuais podem ser subdivididos em incentivos relacionados às compensações e incentivos relacionados ao endividamento.

Os incentivos relacionados às compensações referem-se à possibilidade que têm os gestores de manipular o resultado para maquiagem o alcance de metas e, assim, aumentar suas compensações, quando recebem bônus ou remuneração variável atrelados ao cumprimento de determinadas metas relacionadas ao lucro.

Já os incentivos relacionados ao endividamento dizem respeito a organizações com alto nível de endividamento, cujos gestores são mais propensos a adotar procedimentos que aumentem o resultado atual.

Esse tipo de incentivo torna-se mais forte quando os contratos de dívidas incluem cláusulas de restrições vinculadas à manutenção de determinados níveis de lucratividade, haja

vista que, ao gerenciar o resultado e manter os índices financeiros acordados, a organização consegue relaxar as restrições impostas pelos credores e reduzir os custos de insolvência.

Os custos políticos referem-se à propensão das grandes organizações à adoção de procedimentos para diminuir os resultados correntes.

Com isso, a organização sairia do foco de *stakeholders* e enfrentaria menor pressão social e política, já que em determinados segmentos da sociedade impera a ideia de que maiores resultados estariam atrelados a comportamentos inaceitáveis, como exploração de mão de obra, sonegação fiscal e degradação do meio ambiente.

Os incentivos vinculados ao mercado de capitais referem-se à possibilidade da prática do gerenciamento de resultados mediante manipulação dos lucros, para adequá-los às previsões de investidores e analistas de mercado, de modo a aumentar o valor da firma.

2.2.2 Técnicas de gerenciamento de resultados

As diversas técnicas de gerenciamento de resultados, empregadas pelos gestores na manipulação dos resultados das firmas, podem ser distribuídas em duas categorias, a saber:

- a) *Income target* (pré-determinar o montante do lucro); e
- b) *Income smoothing* (suavizar a série temporal de lucros).

O gerenciamento de resultados por meio de uma da técnica do *income target* ocorre quando os gestores usam sua discricionariedade para atingir ou não o resultado alvo de um período (ELGERS; PFEIFFER JR; PORTER, 2003).

De acordo com Mohanram (2003), a técnica do *income target* reúne as técnicas do *bump up* (maximização de resultado), do *cookie jar* (minimização de resultado) e do *big bath* (limpeza de resultado).

De acordo com Trapp (2009) essas três categorias estão relacionadas ao alcance de uma meta específica de resultado (*income target*), e as diferenças entre as três dizem respeito ao posicionamento dos gestores quanto ao cumprimento da meta estabelecida.

A técnica *bump up* se estabelece em um cenário onde a firma está prestes a atingir suas metas de resultado, de maneira que os gestores são fortemente estimulados a gerenciar o resultado, com o intuito de ultrapassar as metas estabelecidas. Já a *cookie jar* é empregada quando, diante de resultados muito acima das metas estabelecidas, os gestores são incentivados a reduzi-los a níveis pouco acima das metas, para não despertar a atenção de seus *stakeholders*. E por fim, a *big bath* consiste na diminuição dos resultados correntes, quando se percebe que as metas não serão cumpridas, como forma de “limpar” as demonstrações contábeis e aumentar as probabilidades de divulgação de lucros contábeis no futuro.

Em resumo, partindo da premissa de que os gestores possuiriam uma meta de lucro na firma, eles poderiam estar em 3 situações. Na primeira situação a empresa estaria muito abaixo da meta e a decisão do gestor seria gerenciar o resultado para diminuí-lo ainda mais (*Big Bath*). Na segunda situação a empresa estaria próxima de atingir a meta, e então o gestor iria gerenciar o resultado para ultrapassar a meta (*Bump Up*). Na última situação, a empresa estaria muito acima da sua meta, e nessa situação o gestor gerenciaria o resultado para um patamar um pouco acima da meta (*Cookie Jar*).

As técnicas *Big Bath* e *Cookie Jar* seriam utilizadas, pelo gerente, para guardar resultado e ficar mais perto de conseguir atingir suas metas futuras, e assim maximizar a sua utilidade no futuro. A técnica *Bump Up* seria utilizada, pelo gerente, para atingir a meta atual, e assim maximizar a sua utilidade atual.

A técnica de *income smoothing*, de acordo com Kanaragethnam, Lobo e Yang (2004), consiste na busca de redução da variabilidade do resultado; a técnica objetiva manter os resultados em determinado patamar e, ao mesmo tempo, evitar flutuações excessivas que poderia aumentar a percepção de risco.

2.2.3 Formas de gerenciamento de resultados

As formas de gerenciamento de resultados correspondem aos meios que os gestores podem utilizar para manipular os resultados das firmas.

De acordo com Paulo (2007), as formas de gerenciamento de resultados podem ser classificadas em:

- a) manipulação das atividades operacionais;
- b) manipulação classificatória dos elementos das demonstrações contábeis;
- c) manipulação dos *accruals*.

Segundo Gunny (2005), a manipulação das atividades operacionais ocorre quando o gerente desenvolve ações que se desviem das melhores decisões para aumentar os resultados, com o objetivo de ajustá-los a suas necessidades.

Paulo (2007) define como exemplos de manipulação das atividades operacionais da empresa:

- a) aumento das receitas mediante aceleração do processo de vendas e/ou geração de vendas insustentáveis, por meio de aumento dos descontos (temporários) sobre o preço ou diminuição das restrições de crédito aos clientes;
- b) diminuição das receitas por meio da postergação da entrega de itens já negociados;
- c) redução dos custos dos produtos vendidos por meio do aumento dos níveis de produção (economia de escala), com consequente aumento dos resultados contábeis no período; e
- d) redução dos gastos com P&D, treinamento e manutenção do parque fabril.

Portanto, na manipulação das atividades operacionais os gestores enganam os *stakeholders*, fazendo-os acreditar que certas metas financeiras foram cumpridas com o curso normal das operações da organização (ROYCHOWDHURY, 2006).

Acerca da manipulação das atividades operacionais, Paulo (2007) complementa que, devido a sua influência nos fluxos de caixa dos períodos subsequentes, a prática pode afetar o valor da empresa.

Na manipulação classificatória dos elementos das demonstrações contábeis ocorre uma mensuração indevida de algum elemento patrimonial, e segundo Gramlich, McAnally e

Thomas (2001) a reclassificação não causa impacto sobre medidas de ativos, passivos ou de capital próprio, embora possa impactar as medidas de liquidez, endividamento, dentre outras.

Gramlich, McAnally e Thomas (2001) apontam a reclassificação de elementos de curto prazo para longo prazo como um exemplo de manipulação classificatória dos elementos das demonstrações contábeis.

Paulo (2007) salienta que, apesar da existência dessas duas primeiras formas de gerenciamento de resultados, elas ainda são pouco abordadas nas pesquisas empíricas, que se detêm, majoritariamente, no estudo do gerenciamento de resultados sob a forma de manipulação dos *accruals*.

Segundo Martinez (2001), os *accruals* são todos os ajustes provenientes das contas de resultado que entram no cômputo do lucro contábil, mas que não necessariamente implicam movimentação financeira.

De acordo com Coelho (2007, p. 65), os *accruals* têm por objetivo “realizar ajustamentos temporais entre o fluxo de caixa operacional e o lucro contábil a partir de transações econômicas em andamento, pelos ajustes advindos do princípio da competência que confronta receitas e despesas em dado período”.

A utilização dos *accruals* tem o intuito de mensurar o lucro econômico da firma, independentemente de sua movimentação financeira. Mas o problema reside no fato de o gestor usar discricionariamente os *accruals* com o objetivo de influenciar o resultado.

Diante da possibilidade de utilização dos *accruals* ou apropriações com fins discricionários por parte dos gestores, pode-se distribuir os *accruals* em dois grupos, segundo a finalidade: discricionários e não discricionários (MARTINEZ, 2001; COELHO; LOPES, 2007; RODRIGUES; PAULO; CARVALHO, 2007).

Os *accruals* discricionários são artificiais e não usuais e teriam como objetivo manipular o resultado contábil, para atender aos propósitos dos gestores ou proprietários, como o de iludir os usuários da informação contábil externos à gestão. Já os *accruals* não discricionários dizem respeito a ajustes inerentes às atividades da empresa, ou seja, são

provenientes dos princípios contábeis ou são utilizados para reduzir a assimetria informacional entre os gestores e os *stakeholders* da empresa.

2.2.4 Metodologias para estimação da prática do gerenciamento de resultados

Ao longo dos anos, as pesquisas empíricas sobre gerenciamento de resultados desenvolveram medidas capazes de estimar tal prática por meio das seguintes metodologias:

- a) análise qualitativa das práticas contábeis utilizadas;
- b) estudo das distribuições de frequência;
- c) estudo dos *accruals* específicos; e
- d) estudo dos *accruals* agregados.

A análise qualitativa das práticas contábeis utilizadas objetiva compreender a contabilidade de uma empresa e as práticas contábeis por ela utilizadas, na tentativa de identificar a prática do gerenciamento de resultados (MOHANRAM, 2003).

Já o estudo das distribuições de frequência procura examinar as distribuições *cross-sectional* dos resultados contábeis, com o objetivo de relacioná-los a determinados pontos de referência, que podem ser o resultado do ano anterior ou o lucro zero. Assim, se o número de observações dos resultados contábeis abaixo do ponto de referência for muito diferente do número de observações acima do valor, essa diferença indicaria uma possível prática do gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2001).

O estudo dos *accruals* específicos tem por objetivo investigar determinados setores ou contas contábeis específicas, com o propósito de identificar se esses itens são utilizados para o gerenciamento de resultados contábeis (MARTINEZ, 2001).

O estudo dos *accruals* agregados procura mensurar a discricionariedade da gestão, a partir dos componentes discricionário e não discricionário dos *accruals* (TRAPP, 2009).

Com base no estudo dos *accruals* agregados foram desenvolvidos diversos modelos de detecção da prática do gerenciamento de resultados. Tais modelos partem da suposição de que

o componente discricionário dos *accruals* seria uma *proxy* que indicaria a prática do gerenciamento de resultados (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

Dentre os modelos voltados para a detecção da prática do gerenciamento de resultados, tendo como base o estudo dos *accruals* agregados, destacam-se as cinco medidas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e aquela idealizada por Zimmerman e Gontcharov (2003).

As medidas desenvolvidas pelos citados autores têm por objetivo capturar as duas dimensões em que os administradores podem exercer a discricionariedade, ou seja, *income smoothing* (medidas de suavização de resultados) e *income target* (medidas de discricionariedade dos gestores para atingir metas determinadas para o lucro) (LOPES; TUKAMOTO, 2007).

Essas duas dimensões captam, portanto, a manipulação das informações contábeis por meio da suavização dos resultados e por meio da discricionariedade dos gestores para alcançar metas de desempenho. A primeira capta a manipulação das informações com o intuito de minimizar a variação dos resultados reportados pelos gestores; a segunda capta a manipulação das informações com o intuito de maximizar a utilidade do grupo de controle da empresa.

Uma das medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) procura identificar as variações no desempenho econômico provocadas por decisões operacionais e escolhas de divulgação financeiras verdadeiras. A medida busca captar, portanto, a intensidade da suavização, ou seja, da redução da variabilidade dos resultados reportados, assegurada via alteração dos *accruals*. Um menor valor para essa primeira medida significa um maior grau de prática de gerenciamento de resultados, pois ao reduzir a variação dos lucros reportados, por meio dos *accruals*, mantida a variação real do fluxo de caixa, isso implica menor valor para a medida. Referida medida (EM1) é expressa pela Fórmula 1.

$$EM1 = \frac{\sigma LO}{\sigma FCO} \quad (1)$$

Em que:

σLO : desvio-padrão do Lucro Operacional escalado pelo ativo total do período anterior; e

σ_{FCO} : desvio-padrão do Fluxo de Caixa das Operações escalado pelo ativo total do período anterior.

A segunda medida proposta pelos três citados autores considera a correlação entre o resultado da contabilidade baseada no regime de competência e o fluxo de caixa das operações (LOPES; TUKAMOTO, 2007). De acordo com Leuz, Nanda e Wysocki (2003), os gestores podem utilizar sua discricionariedade também para atenuar os choques econômicos no fluxo de caixa das operações, com o objetivo de esconder o verdadeiro desempenho da organização. De acordo com Lopes e Tukamoto (2007), o regime de competência amorteceria tais choques no fluxo de caixa das operações, resultando em uma correlação negativa entre a variância dos *accruals* (em virtude de sua utilização para a atenuação dos choques econômicos) e a variância do fluxo de caixa das operações. Dessa forma, um menor valor para a medida significa uma maior prática de gerenciamento de resultados, pois os *accruals* estariam sendo manipulados e não estariam simplesmente cumprindo sua função de amortecedora dos choques econômicos no fluxo de caixa. A EM2 é expressa pela Fórmula 2.

$$EM2 = \rho(\Delta ACT, \Delta FCO) \quad (2)$$

Em que:

ρ : Correlação;

ΔACT : variação dos *Accruals* Totais escalados pelo ativo total do período anterior; e

ΔFCO : variação do Fluxo de Caixa das Operações escalado pelo ativo total do período anterior.

Os *Accruals* Totais são estimados pela seguinte relação:

$$ACT = (\Delta AC - \Delta Disp) + (\Delta PC - \Delta Fin) - Depre \quad (3)$$

Em que:

ACT = *Accruals* Totais do período t;

ΔAC : Variação no Ativo Circulante;

$\Delta Disp$: Variação em Caixa e equivalentes a Caixa;

ΔPC : Variação no Passivo Circulante;

ΔFin : Variação em Financiamentos e Empréstimos de Curto Prazo; e

$Depre$: Despesa de Depreciação e Amortização em t.

A terceira medida de gerenciamento de resultados proposta por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) “utiliza a magnitude dos *accruals* como indicativo para a extensão em que administradores exercem a discricionariedade na divulgação de lucros” (LOPES; TUKAMOTO, 2007, p. 89). Um alto valor para a medida significa um maior grau da prática do gerenciamento de resultados, pois a medida é estruturada para captar o exercício da discricionariedade do gestor nos resultados, considerando que um maior exercício de discricionariedade é associado a uma maior prática do gerenciamento de resultados. A EM3 é mensurada conforme Fórmula 4.

$$EM_3 = \frac{|ACT|}{|FCO|} \quad (4)$$

Em que:

ACT: valor absoluto dos *Accruals* Totais em t; e

FCO: valor absoluto do Fluxo de Caixa Operacional em t.

A quarta medida proposta por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) procurou analisar a extensão em que os gestores evitam reportar pequenos prejuízos. Apesar de evitar a divulgação de qualquer tipo de prejuízo, “os gerentes somente podem evitar reportar as perdas, em que a capacidade de reversão para pequenos lucros esteja dentro de seu poder discricionário” (SANDRIN; SOARES, 2008, p. 9), ou seja, os gerentes utilizaram sua discricionariedade para gerenciar os resultados e transformar pequenos prejuízos em pequenos lucros. A medida refere-se à relação entre a taxa de pequenos lucros e a de pequenos prejuízos, considerando que pequenos lucros estão no intervalo [0,00; 0,01] e pequenos prejuízos se incluem no intervalo [-0,01; 0,00] na relação lucro ou prejuízo do período / ativo total do período. Ressalta-se que para a mensuração da variável é querido pelo menor um pequeno prejuízo. Dessa forma, um maior valor para a medida pode representar um mais elevado nível de gerenciamento, dado que maior quantidade de reporte de pequenos lucros pela firma indica maior probabilidade que a esperada aleatoriamente. O valor de EM4 é encontrado pela Fórmula 5.

$$EM4 = \frac{QPL}{QPP} \quad (5)$$

Em que:

QPL: Quantidade de Pequenos Lucros; e

QPP: Quantidade de Pequenos Prejuízos.

A quinta medida de gerenciamento de resultados também proposta por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), denominada *Aggregate Measure of Earnings Management*⁶, consiste na média das posições (*rank*) das demais medidas (sendo as empresas ordenadas do menor para o maior nível de gerenciamento para cada medida - EM); altos valores no *ranking* estarão, assim, associados a maiores níveis de gerenciamento de resultados.

As pesquisas empíricas propuseram o acréscimo de uma medida às cinco medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), que seria a medida desenvolvida por Zimmerman e Gontcharov (2003). Denominada *Smoothing Rate* ou quociente de suavização, essa medida tem por objetivo medir a influência da norma contábil sobre o gerenciamento de resultados. Altos valores para a medida significam maiores níveis de prática de gerenciamento de resultados, pois se reduz a variância do lucro líquido através do uso de *accruals* discricionários em relação ao estimado lucro não discricionário (lucro antes dos *accruals* discricionários). A EM6 é calculada conforme Fórmula 6.

$$EM6 = \frac{\sigma LND}{\sigma LL} \quad (6)$$

Em que:

σLND : desvio-padrão do Lucro Não Discricionário em t escalado pelo ativo total do período anterior; e

σLL : desvio-padrão do Lucro Líquido em t escalado pelo ativo total do período anterior.

O Lucro Não Discricionário, utilizado na medida de gerenciamento proposta por Zimmerman e Gontcharov (2003), é estimado pela adição dos *accruals* não discricionários ao fluxo de caixa operacional da empresa. A forma de estimação do Lucro Não Discricionário é expressa pela seguinte fórmula:

$$LND = FCO + AND \quad (7)$$

Em que:

LND: Lucro Não Discricionário;

FCO: Fluxo de Caixa Operacional em t; e

⁶ Medida Agregada de Gerenciamento de Resultados (tradução livre).

AND: *Accruals* Não Discricionários em t ;

Sendo os *accruals* não discricionários estimados pela seguinte função:

$$AND = ACT - ACD \quad (8)$$

Em que:

ACT = *Accruals* Totais; e

ACD = *Accruals* Discricionários.

Já os *accruals* discricionários são estimados a partir do termo de erro do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

O modelo Jones Modificado utiliza como base a metodologia dos *accruals* agregados, e foi desenvolvido para captar o gerenciamento de resultados por meio da utilização da discricionabilidade no resultado; esse modelo foi desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), mediante ajustamento do modelo original de Jones (1991). O modelo parte do raciocínio de que é mais fácil gerenciar resultados por meio do reconhecimento de receitas sobre crédito de vendas do que por meio do reconhecimento de receitas sobre caixa (LOPES; TUKAMOTO, 2007).

O modelo Jones Modificado é estimado pela Fórmula 9, em que se decompõem os *accruals* totais em seus componentes não-discricionários (estimados pela regressão) e discricionários (representados pelo termo de erro da regressão).

$$ACT_t = \delta_0 + \delta_1[\Delta REC_t - \Delta CR_t] + \delta_2 AP_t + \varepsilon \quad (9)$$

Em que:

ACT_t = *Accruals* Totais do período t ;

$[\Delta REC_t - \Delta CR_t]$ = Incremento das Receitas Brutas ajustado pelo incremento de Contas a Receber no período t ;

AP_t = Saldo dos Ativos Permanentes (Imobilizado e Diferido) no período t ;

δ : Coeficientes de estimação; e

ε_t = Termo de erro do modelo = ACD = *Accruals* Discricionários.

Ressalta-se que no modelo Jones Modificado todos os termos da regressão são escalados pelo ativo total do período anterior.

Uma crítica às medidas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) seria a utilização dos *accruals* totais como mensuração da prática para o gerenciamento de resultados, pois nos *accruals* totais existiria uma parcela de *accruals* não discricionários, que dizem respeito apenas aos ajustes inerentes às atividades operacionais da empresa e que, *a priori*, não se tratam de gerenciamento de resultados. Este problema foi resolvido com o desenvolvimento da medida proposta por Zimmerman e Gontcharov (2003), que utiliza apenas os *accruals* discricionários como mensuração da prática para o gerenciamento de resultados.

2.3 Estudos anteriores relacionando a estrutura de propriedade e a prática do gerenciamento de resultados

A seguir, são apresentadas pesquisas internacionais que investigaram o relacionamento existente entre as características da estrutura de propriedade e o nível de gerenciamento de resultados contábeis.

Rajgopal, Venkatachalam e Jiambalvo (1999) analisaram em organizações registradas na *Securities and Exchange Commission* (SEC), no período de 1989 a 1995, a associação entre a presença de investidores institucionais e a propensão para o gerenciamento de resultados. Para expressar a presença de investidores institucionais no quadro societário, os autores utilizaram a porcentagem de tais investidores em relação ao número total de acionistas. Os resultados do estudo indicaram que, quanto maior for a participação de investidores institucionais no quadro societário, menor será a propensão para o gerenciamento de resultados.

Hsu e Koh (2005) pesquisaram em organizações australianas, no período de 1993 a 1997, a associação entre a presença de investidores institucionais e a propensão para o gerenciamento de resultados. A presença de investidores institucionais foi mensurada a partir da porcentagem de tais investidores em relação ao número total de acionistas. Com base nos resultados da pesquisa, pode-se concluir que a participação de investidores institucionais é um meio para mitigar a prática do gerenciamento de resultados.

Jalil e Rahman (2010) analisaram em organizações malaias listadas na *Bursa Malaysia*, no período de 2002 a 2007, as associações existentes entre a presença de diferentes tipos de investidores institucionais e a propensão para o gerenciamento de resultados. Os autores agruparam os investidores institucionais em três categorias. O primeiro grupo compreendia bancos e sociedades seguradoras. O segundo grupo reunia fundos de investimento, fundos de pensão e instituições estatais. O terceiro grupo era formado pelos maiores investidores institucionais malaios. Os achados da pesquisa indicaram que o primeiro e o segundo grupos de investidores institucionais não diminuíram a propensão para o gerenciamento de resultados, enquanto que o terceiro grupo, composto por investidores com maior expertise, esteve associado a um menor nível de gerenciamento de resultados.

Jouber e Fakhfakh (2012) pesquisaram em organizações francesas e canadenses, no período de 2006 a 2008, a associação entre características da propriedade e a propensão para o gerenciamento de resultados. Como características da propriedade utilizadas, destacam-se a presença de investidores institucionais. Os resultados da pesquisa permitiram concluir que a participação de investidores institucionais é um forte incentivo para a prática do gerenciamento de resultados.

Chen, Elder e Hung (2010) analisaram em organizações taiwanesas, no período de 2002 a 2005, associações existentes entre as características da estrutura de propriedade e a propensão para o gerenciamento de resultados. Além da participação de investidores institucionais, os autores utilizaram as seguintes características referentes aos maiores acionistas:

1. o percentual de ações sem direito a votos pertencentes ao maior acionista;
2. disparidade direito de controle / direito ao fluxo de caixa, em que o direito de controle representa as ações pertencentes ao maior acionista;
3. o percentual de ações pertencentes ao gestor.

Os resultados da pesquisa sugerem que todas as características da estrutura de propriedade afetam positivamente a propensão para o gerenciamento de resultados.

Bozec (2008) estudou nas organizações canadenses listadas na *Canadian Stock Exchanges*, no período de 1995 a 1999, as associações existentes entre as características da estrutura de propriedade e a propensão para o gerenciamento de resultados. Foram utilizadas como características da estrutura de propriedade das organizações estudadas o percentual de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista, a disparidade controle/propriedade - relação entre a quantidade de ações com direito a voto e a quantidade de ações sem direito a voto - e o perfil do maior acionista - se membro de uma família, investidor individual ou investidor institucional. Os resultados da pesquisa indicaram que um aumento do percentual de ações pertencentes ao maior acionista pode reduzir a propensão para o gerenciamento de resultados. Por sua vez, uma maior disparidade controle/propriedade promove um aumento da propensão para o gerenciamento de resultados. Ademais, a pesquisa indicou que uma maior propensão para o gerenciamento de resultados está intimamente associada ao controle da organização em posse de uma família e/ou com o acionista controlador exercendo cargos na direção da firma.

Ali, Salleh e Hassan (2008) investigaram em organizações malaias listadas na *Bursa Malaysia*, no período de 2002 a 2003, as associações existentes entre as características da estrutura de propriedade e a propensão para o gerenciamento de resultados. Os autores utilizaram as seguintes características da estrutura de propriedade:

1. o percentual de ações pertencentes a gestores e diretores;
2. o perfil do maior acionista (individual, investidor institucional e *holding*); e
3. o percentual de ações pertencentes a investidores estrangeiros.

Os resultados da pesquisa sugerem uma associação negativa entre o percentual de ações pertencentes a gestores e diretores e o maior acionista ser do tipo individual ou investidor institucional e a propensão para o gerenciamento de resultados. Os achados sugerem, ainda, que não há associação entre as demais características (o maior acionista ser uma *holding* e o percentual de ações pertencentes a investidores estrangeiros) e a propensão para o gerenciamento de resultados.

Kim e Yi (2006) investigaram em organizações coreanas listadas e não listadas em bolsa de valores, no período de 1992 a 2000, se a disparidade controle/propriedade referente ao maior acionista afeta a propensão para o gerenciamento de resultados. Adicionalmente, Kim e Yi (2006) testaram o relacionamento entre a listagem em bolsa e a propensão para o

gerenciamento. A disparidade controle/propriedade para o estudo foi mensurada pela relação entre as ações com direito a voto e aquelas sem direito a voto pertencente ao maior acionista. Os resultados da pesquisa indicaram que uma maior disparidade controle/propriedade, ou seja, o maior acionista tem mais controle do que direito ao fluxo de caixa da organização, é positivamente relacionada com a propensão para o gerenciamento de resultados. A pesquisa identificou também que a propensão para o gerenciamento de resultados é maior em empresas listadas em bolsa do que nas demais.

Tais pesquisas internacionais centraram-se no estudo da participação de investidores institucionais e nas características referentes ao maior acionista (como o tipo de acionista, a quantidade de suas ações, dentre outras); algumas pesquisas apontaram que a participação de investidores institucionais reduz a prática do gerenciamento de resultados, enquanto que outras apontaram o contrário; as pesquisas apontaram ainda que as características referentes ao maior acionista apresentaram resultados inconclusivos, pois dependendo do ambiente pesquisado, ora exerce influência positiva, ora influencia negativamente a prática do gerenciamento de resultados.

A seguir, são apresentadas as contribuições nacionais para o tema.

Baptista (2008) investigou em sociedades de capital aberto do Brasil listadas na BM&FBovespa, no período de 1996 a 2007, as associações existentes entre a participação do maior acionista no quadro societário das empresas e a propensão para o gerenciamento de resultados. Dentre as variáveis utilizadas pelo autor para representar a participação do maior acionista, destacam-se o percentual de ações ordinárias pertencentes aos maiores acionistas, que representa o direito de controle, e o percentual de ações totais pertencentes aos maiores acionistas, que representa o direito sobre o controle e os fluxos de caixa. Os achados do estudo apontaram que as organizações com maior propensão para o gerenciamento de resultados são aquelas com menor concentração de ações totais pertencentes aos maiores acionistas. Por sua vez, o percentual de ações ordinárias pertencentes aos maiores acionistas não apresentou associação com a propensão para o gerenciamento de resultados.

Torres (2009) investigou em sociedades de capital aberto do Brasil listadas na BM&FBovespa, no período de 2007, as associações existentes entre a concentração de capital em torno do maior acionista e a propensão para o gerenciamento de resultados. A

concentração de capital foi mensurada a partir da porcentagem de ações totais e a porcentagem de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista da organização. A partir dos achados, pôde-se inferir que a concentração de capital é positivamente relacionada com a propensão para o gerenciamento de resultados.

Correia e Louvet (2010) investigaram a associação existente entre os mecanismos de governança e as características específicas das firmas com a prática do gerenciamento de resultados nas sociedades de capital aberto listadas na BM&FBovespa, durante os anos de 1997 e 2006. Dentre as características pesquisadas pelos autores destaca-se a quantidade de ações em circulação, o percentual do capital total mantido pelos maiores acionistas e o percentual do capital total mantido por investidores institucionais. Os resultados da pesquisa indicaram que a quantidade de ações em circulação e o percentual do capital total mantido por investidores institucionais não possui influência na prática do o gerenciamento de resultados, enquanto que o percentual do capital total mantido pelos maiores acionistas influencia positivamente a prática do o gerenciamento de resultados.

Coelho *et al.* (2011) investigaram a associação existente entre características do controle e propriedade e a prática do o gerenciamento de resultados nas sociedades de capital aberto listadas na BM&FBovespa, durante os anos de 2002 e 2007. Dentre as características do controle e propriedade, investigadas pelos autores destacam-se a presença de investidores institucionais, que foi estimada pela porcentagem de tais investidores em relação ao número total de acionistas, e se a empresa possui um acionista majoritário. Os resultados dos autores indicaram que as características estudadas não possuíam influência na prática do gerenciamento de resultados.

As pesquisas nacionais foram centradas no estudo do percentual de ações pertencentes aos maiores acionistas, e apontaram que quando um acionista detém o maior número de ações é maior a prática do gerenciamento de resultados; e que quando o maior acionista divide o poder com outros acionistas, diminui a prática do gerenciamento de resultados.

Ainda podem-se destacar outras pesquisas brasileiras que examinaram o relacionamento entre a estrutura de propriedade e agregados contábeis, destas destacam-se os estudos de Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010) e Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2010).

Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010) investigaram a relação entre a concentração de votos em poder do maior acionista e a existência de acordo de acionistas no conservadorismo condicional nas empresas não financeiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa no período de 2000 a 2008. Os autores concluíram que a concentração de votos em poder do maior acionista contribui para redução do conservadorismo, enquanto a existência de acordo de acionistas contribui para o aumento do conservadorismo.

Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2010) investigaram a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas com ações negociadas na BM&FBovespa no período de 2000 a 2006. Os autores utilizaram como variáveis representativas da estrutura de propriedade a concentração dos votos em poder do maior acionista e a divergência entre os direitos das ações (mensurada pela relação entre a participação nos direitos a fluxo de caixa e a participação nos direitos de voto presentes na participação do maior acionista). Os achados da pesquisa indicaram que a concentração dos votos em poder do maior acionista exerce influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis, enquanto a divergência entre os direitos das ações exerce influência positiva.

O quadro a seguir demonstra um resumo dos principais estudos que investigaram o relacionamento entre características da estrutura de propriedade e o nível de gerenciamento de resultados contábeis.

Quadro 2 - Resumo dos estudos anteriores

Característica	Autores	Ambiente de Estudo	Relação com o Gerenciamento de Resultados
Controlador é um gestor	Bozec (2008)	Empresas canadenses listadas <i>Canadian Stock Exchanges</i>	Positiva
Disparidade controle/propriedade	Kim e Yi (2005)	Empresas Coreanas	Positiva
	Bozec (2008)	Empresas canadenses listadas <i>Canadian Stock Exchanges</i>	Positiva
	Chen, Elder e Hung (2010)	Empresas Taiwanesas	Positiva
Investidores Institucionais - bancos e sociedades seguradoras	Jalil e Rahman (2010)	Empresas Malais	Sem associação

Investidores Institucionais - fundos de investimento, fundos de pensão e instituições estatais	Jalil e Rahman (2010)	Empresas Malais	Sem associação
Investidores Institucionais - maiores do país	Jalil e Rahman (2010)	Empresas Malais	Negativa
Investidores Institucionais - participação	Rajgopal, Venkatachalam e Jiambalvo (1999)	Empresas listadas na SEC	Negativa
	Hsu e Koh (2005)	Empresas Australianas	Negativa
	Chen, Elder e Hung (2010)	Empresas Taiwanesas	Positiva
	Correia e Louvet (2010)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Sem associação
Investidores Institucionais - presença	Coelho <i>et al</i> (2011)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Sem associação
	Jouber e Fakhfakh (2012)	Empresas Canadenses e Francesas	Positiva
Listagem em Bolsa	Kim e Yi (2005)	Empresas Coreanas	Positiva
Perfil Controle - holding	Ali, Salleh e Hassan (2008)	Empresas Malais	Sem associação
Perfil Controle - individual	Ali, Salleh e Hassan (2008)	Empresas Malais	Negativa
Perfil Controle - investidor institucional	Ali, Salleh e Hassan (2008)	Empresas Malais	Negativa
Perfil Controle - Familiar	Bozec (2008)	Empresas canadenses listadas <i>Canadian Stock Exchanges</i>	Positiva
Posse Ações - gestores	Ali, Salleh e Hassan (2008)	Empresas Malais	Negativa
	Chen, Elder e Hung (2010)	Empresas Taiwanesas	Positiva
Posse Ações - investidores estrangeiros	Ali, Salleh e Hassan (2008)	Empresas Malais	Sem associação
Posse Ações - maior acionista	Torres (2009)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Positiva
Posse Ações - maiores acionistas	Baptista (2008)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Negativa
	Correia e Louvet (2010)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Positiva

Posse Ações Ordinárias - maior acionista	Bozec (2008)	Empresas canadenses listadas <i>Canadian Stock Exchanges</i>	Negativa
	Torres (2009)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Positiva
Posse Ações Ordinárias - maiores acionistas	Baptista (2008)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Sem associação
Posse Ações Sem Direito a Voto - maior acionista	Chen, Elder e Hung (2010)	Empresas Taiwanesas	Positiva
Presença de acionista majoritário	Coelho <i>et al</i> (2011)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Sem associação
Quantidade de ações em circulação	Correia e Louvet (2010)	Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa	Sem associação

Fonte: Elaboração do Autor

A partir do Quadro 2, pode-se perceber que as características Disparidade controle/propriedade, Investidores Institucionais - participação, Investidores Institucionais - presença, Posse Ações - gestores, Posse Ações - maiores acionistas e Posse Ações Ordinárias - maior acionista foram estudadas por mais de uma pesquisa.

Destas características destacam-se: Disparidade controle/propriedade que obteve resultados similares em 3 ambientes institucionais diferentes (Canadá, Coréia e Taiwan) e Posse de Ações - maiores acionistas que obteve resultados contraditórios no mesmo ambiente institucional (Brasil), o que poderia ser resultado das diferenças de período estudado.

As outras características também apresentaram resultados contraditórios em ambientes institucionais diferentes, mas essas diferenças encontradas nos resultados não necessariamente refletem erros, mas possíveis diferenças nas perspectivas dos estudos, que no caso seria o ambiente institucional.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Tipologia da pesquisa

Quanto aos fins propostos, a pesquisa pode ser classificada como teórico-empírica. A pesquisa teórica busca explicar e discutir determinado assunto com base em estudos anteriores, enquanto que a pesquisa empírica consagra a observação empírica, o teste experimental e a mensuração quantitativa, com o objetivo de superar subjetividades, juízos de valor e influências ideológicas (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

A pesquisa tem natureza quantitativa, uma vez que utiliza procedimentos estatísticos para organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados, no dizer de Martins e Theóphilo (2009). Ou seja, os dados foram filtrados, organizados, tabulados e submetidos a técnicas e testes estatísticos, como subsídio para a interpretação dos resultados.

A pesquisa utiliza procedimentos bibliográficos e documentais. A pesquisa bibliográfica procura conhecer, analisar, explicar e discutir um assunto, tema ou problema com base em referências publicadas em livros, periódicos, revistas e outros meios (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Já a pesquisa documental é característica de pesquisas que utilizam documentos como fontes de dados, informações e evidências compilados por seu autor e que ainda não foram processados em outras pesquisas (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

No caso deste estudo, utilizou-se na pesquisa documental a base de dados da Economática® e as informações constantes nos Formulários de Referência, de Informações Anuais e Demonstrações Financeiras Padronizadas disponíveis no portal da CVM.

3.2 Dados e amostra

Os dados necessários para o processamento do modelo de pesquisa foram coletadas na base de dados Economática®, no Formulário de Referência, no Formulário de Informações Anuais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas disponíveis nos portais institucionais da BM&FBovespa e da CVM, durante o período de setembro de 2011 e fevereiro de 2012.

Foram utilizadas, na coleta, as informações provenientes das Demonstrações Contábeis individuais e não consolidadas, já que informações sobre a estrutura de propriedade disponíveis no site da CVM referem-se à sociedade juridicamente constituída e não ao grupo econômico, e para controlar potenciais efeitos da participação ou não em um grupo econômico nas estimativas incluiu-se entre as variáveis independentes a característica Pertence a um Grupo Econômico (GE).

A população objeto da pesquisa reúne as sociedades de capital aberto do Brasil no período de 1998 a 2010.

Tendo em vista a esse critério a população de pesquisa era composta por 1205 sociedades de capital aberto. Para se chegar à composição da amostra final a partir da população, foi necessário aplicar os seguintes critérios de seleção:

1. ser empresa não financeira;
2. ter disponibilidade de demonstrações contábeis de no mínimo quatro anos por organização;
3. ter disponibilidade de dados suficientes para o cálculo das variáveis de pesquisa;
- e
4. não se caracterizar como *outliers*.

Ao aplicar estes 4 critérios chegou-se a uma amostra de 873 sociedades de capital aberto.

Em função do extenso período estudado (13 anos) e de possíveis alterações no contexto econômico brasileiro, que poderia afetar as inferências, a amostra foi seccionada em três.

Na Amostra 1, que considerou o período de estabilização da economia brasileira, utilizaram-se as informações referentes aos anos de 1998 a 2005, enquanto que na Amostra 2, que considerou o período de estabilidade da economia brasileira, valeram-se de informações para o período de 2006 a 2010. Refere-se como Amostra 3 aos dados que refletem todo o período de estudo de 1998 a 2010.

A Tabela 1 evidencia a quantidade de observações por medida de gerenciamento de resultados.

Tabela 1 - Quantidade de observações por medida de GR

	GR1	GR2	GR3	GR4	GR5	GR6
Amostra 1	697	669	700	269	639	204
Amostra 2	522	520	516	138	486	110
Amostra 3	830	801	849	363	775	301

Destaca-se que a medida que possui a menor quantidade de observações foi a GR6, que é mensurada a partir da média das posições (*rank*) das 5 primeiras medidas; ressalta-se que a medida só é mensurada se a empresa possuir todas as outras medidas individuais de gerenciamento de resultados. Excluindo a última medida que é mensurada a partir das outras 5, a medida com menor quantidade de observações foi a GR4; essa medida é a de mensuração mais restritiva, pois utiliza a relação lucro (ou prejuízo) do período / ativo total do período e desde que o resultado dessa relação estivesse entre os intervalos [-0,01; 0,00] e [0,00; 0,01], que não é alcançado por todas as empresas.

3.3 Definição operacional das variáveis

As medidas representativas da prática do gerenciamento de resultados foram baseadas nas 6 medidas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e por Zimmerman e Gontcharov (2003).

A primeira medida utilizada para representar o gerenciamento de resultados busca captar a redução da variabilidade dos resultados reportados. A medida é estimada da seguinte maneira:

$$GR1 = \frac{\sigma LO}{\sigma FCO} \quad (10)$$

Em que:

σLO : desvio-padrão do Lucro Operacional que foi dividido pelo ativo total do período anterior; e

σFCO : desvio-padrão do Fluxo de Caixa das Operações que foi dividido pelo ativo total do período anterior.

A segunda medida se propõe investigar a utilização da discricionariedade para atenuar os choques econômicos no fluxo de caixa das operações. Tal medida é estimada pela seguinte fórmula:

$$GR2 = \rho(\Delta ACT, \Delta FCO) \quad (11)$$

Em que:

ρ : Correlação;

ΔACT : variação dos *Accruals* Totais que foram divididos pelo ativo total do período anterior;

e
 ΔFCO : variação do Fluxo de Caixa das Operações que foi dividido pelo ativo total do período anterior.

A terceira medida utilizada na pesquisa parte dos *accruals* como indicativo da prática do gerenciamento de resultados. A medida é estimada pela seguinte relação:

$$GR3 = \frac{|ACT|}{|FCO|} \quad (12)$$

Em que:

ACT: valor absoluto dos *Accruals* Totais em t; e

FCO: valor absoluto do Fluxo de Caixa Operacional em t.

A quarta medida procura investigar a extensão em que os gestores procuram evitar reportar pequenos prejuízos, a partir da seguinte forma:

$$GR4 = \frac{QPL}{QPJ} \quad (13)$$

Em que:

QPL: Quantidade de pequenos lucros; e

QPJ: Quantidade de pequenos prejuízos.

A quinta medida se propõe captar a redução da variabilidade dos resultados reportados, a partir da comparação entre a variabilidade do lucro não discricionário e a variabilidade do lucro líquido. A medida é estimada por meio da seguinte fórmula:

$$GR5 = \frac{\sigma LND}{\sigma LL} \quad (14)$$

Em que:

σLND : desvio-padrão do Lucro Não Discricionário em t escalado pelo ativo total do período anterior; e

σLL : desvio-padrão do Lucro Líquido em t escalado pelo ativo total do período anterior.

A medida seguinte, GR6, baseia-se na Medida Agregada de Gerenciamento de Resultados proposta por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), na qual são utilizadas as médias das posições (*ranks*) das empresas nas demais medidas de gerenciamento de resultados, sendo que para cada medida as empresas são ordenadas do menor para o maior nível de gerenciamento. Assim, GR6 representa as médias das posições do conjunto de medidas de gerenciamento de resultados; para garantir o *rank* correto das posições a empresa só foi incluída na medida GR6 quando se dispunha de todas as medidas individuais de gerenciamento de resultados.

Devido à não obrigação da elaboração da Demonstração do Fluxo de Caixa por empresas brasileiras durante vários anos, o Fluxo de Caixa Operacional utilizado na pesquisa será mensurado pela diferença entre o lucro operacional e os *accruals* totais, de acordo com a seguinte equação:

$$\frac{FCO}{A} = \frac{LO}{A} - \frac{ACT}{A} \quad (15)$$

Em que:

A: Ativo total do ano anterior;

FCO: Fluxo de Caixa Operacional em t;

LO: Lucro Operacional em t; e

ACT: *Accruals* Totais em t.

O quadro a seguir apresenta um resumo das variáveis dependentes.

Quadro 3 - Resumo das Variáveis Dependentes

Variável	Forma de Mensuração
GR1	σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional
GR2	$\rho(\Delta$ <i>Accruals</i> Totais, Δ Fluxo de Caixa Operacional)
GR3	$ \text{Accruals Totais} / \text{Fluxo de Caixa Operacional} $
GR4	Quantidade de pequenos lucros / QPJ: Quantidade de

	pequenos prejuízos
GR5	σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido
GR6	μ das posições nas demais medidas

Já as características utilizadas para representar a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil foram: Participação do Maior Acionista no Capital (PMA), Existência de Acionista Controlador (EAC), Quantidade de Acionistas (QA), Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital (IIR), Existência de Preferencialistas (EP), Porcentagem de Ações em Circulação (PAC), Existência de Acordo de Acionistas (AA), Origem do Capital (OC), Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts*; (ADR) Não Listagem na BM&FBovespa (NL); Adesão à segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) e Pertence a um Grupo Econômico (GE) - e as características específicas das empresas, como variáveis de controle, Tamanho da Empresa (TAM), Alavancagem Financeira da Empresa (ALA) e Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Empresa (RENT).

A Participação do Maior Acionista no Capital (PMA) representa a quantidade total de ações pertencentes ao maior acionista. A variável foi calculada por meio da seguinte fórmula:

$$PMA = \frac{AÇÕES EM POSSE DO MAIOR ACIONISTA}{Q.TOTAL DE AÇÕES} \quad (16)$$

Levando-se em conta que a tendência à expropriação de riquezas para benefício privado será tanto maior quanto maior for a parcela do capital pertencente ao maior acionista, espera-se que uma maior participação do maior acionista no capital da empresa esteja associada a uma maior propensão para o gerenciamento de resultados (OKIMURA, 2003).

A Existência de Acionista Controlador (EAC) assume o valor 1 quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Como a tendência à expropriação dos acionistas minoritários está relacionada com a existência de acionista majoritário, espera-se que a existência de Acionista Controlador aumente a propensão para o gerenciamento de resultados (SILVA, 2004).

A Quantidade de Acionistas Relevante (QA) representa a quantidade total de acionistas com participação relevante que possui a organização, ou seja, que possua mais de 5% do capital da empresa. Considerando que uma empresa com grande quantidade de

acionistas, pode ter uma maior fiscalização dos atos dos gestores, espera-se que uma maior quantidade de acionistas possa diminuir a prática do gerenciamento de resultados.

A Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital (IIR) representa a quantidade de ações em poder de investidores institucionais com participação maior do que 5% do capital da empresa, ou seja, que detenha uma participação relevante.

$$IIR = \frac{\sum AÇÕES EM POSSE DE INVEST. INSTI. RELEVANTES}{Q. TOTAL DE AÇÕES} \quad (17)$$

Como os Investidores Institucionais são mais eficientes informacionalmente e detêm maior capacidade de fiscalização dos dados contábeis, espera-se que a sua maior participação diminua a propensão para o gerenciamento de resultados (JALIL; RAHMAN, 2010).

A Existência de Preferencialistas (EP) assume o valor 1 quando o capital da empresa inclui ações preferenciais e 0 caso contrário. Espera-se que a existência de acionistas com ações preferenciais influencie positivamente a propensão para o gerenciamento de resultados, já que tais acionistas não possuem poder algum dentro da firma.

A Porcentagem de Ações em Circulação (PAC) representa a porcentagem de ações disponíveis para negociação no mercado, conforme informação disponibilizada no portal da CVM. A variável é calculada por meio da seguinte fórmula:

$$PAC = \frac{Q. AÇÕES DISPONÍVEIS NO MERCADO}{Q. AÇÕES TOTAIS} \quad (18)$$

Como, as empresas com maiores níveis de ações em circulação são menos suscetíveis à expropriação, espera-se que altas porcentagens de ações disponíveis para negociação no mercado ensejem menor propensão para o gerenciamento de resultados (BAÍÁ, 2010).

A Existência de Acordo de Acionistas (AA) assume o valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Espera-se que a existência de acordo de acionistas diminua a propensão para o gerenciamento de resultados, já que esse artifício garantiria maior poder de fiscalização a acionistas minoritários, o que acabaria por melhorar a qualidade da informação contábil (SARLO NETO; RODRIGUES; ALMEIDA, 2010).

A característica Origem do Capital foi expressa por 4 *dummys* - Origem do Capital Nacional Privado (OCNP), Origem do Capital Nacional Familiar (OCNF), Origem do Capital Nacional Estatal (OCNE) e Origem do Capital Estrangeiro (OCE) - que representaram a origem do capital da empresa.

- Origem do Capital Nacional Familiar (OCNF): assume valor 1 quando a empresa for de capital familiar, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Foram consideradas empresas de capital familiar, aquelas cujos maiores acionistas compartilham o mesmo sobrenome. Espera-se que as empresas de capital familiar possuam mais prática de gerenciamento de resultados, já que nessa categoria predomina o interesse da família controladora, o que leva à implementação de ações que beneficiem apenas seus membros, em detrimento dos demais acionistas (OKIMURA, 2003);
- Origem do Capital Nacional Privado (OCNP): assume valor 1 quando a empresa for classificada na CVM como de capital privado e não for de controle familiar, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Não foram feitas inferências para a influência da origem do capital ser de nacional e não for de controle familiar na propensão para o gerenciamento de resultados, já que não foram encontrados estudos testando o relacionamento dessa variável com a qualidade dos agregados contábeis;
- Origem do Capital Nacional Estatal (OCNE): assume o valor 1 quando a empresa for classificada na CVM como de capital estatal, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Não foram feitas inferências para a influência da origem do capital ser um órgão de governo na propensão para o gerenciamento de resultados, já que não foram encontrados estudos testando o relacionamento dessa variável com a qualidade dos agregados contábeis; e
- Origem do Capital Estrangeiro (OCE): assume o valor 1 quando a empresa for de classificada na CVM como empresa de capital estrangeiro, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Espera-se que as empresas dessa categoria possuam menos prática de gerenciamento de resultados, já que o controle estrangeiro poderia ser visto como um mecanismo capaz de complementar a

estrutura de governança corporativa, a fim de monitorar os atos da gestão (DAHLQUIST; ROBERTSON, 2001).

A Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Espera-se que a posse de ADR contribua para diminuir a propensão à prática do gerenciamento de resultados, já que o mercado estadunidense e as suas normas contábeis oferecem uma maior proteção ao investidor, o que resulta em números contábeis mais confiáveis (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003).

A Não Listagem na BM&FBovespa (NL) assume o valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Espera-se que tal variável tenha correlação positiva com a prática do gerenciamento de resultados, pois ao não estar listada em bolsa e somente ser obrigado a cumprir o que a legislação obriga, os gestores de empresas não listadas em bolsa possuiriam maiores motivações para agir oportunisticamente (KIM; YI, 2006).

A Adesão à segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) assume o valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário. Espera-se que a variável diminua a prática do gerenciamento de resultados, já que a adoção voluntária de práticas de governança corporativa implicaria a melhoria da qualidade das informações prestadas pela empresa.

Pertence a um Grupo Econômico (GE) assume o valor 1 quando a empresa pertencer a um grupo econômico de empresas, sendo-lhe atribuído o valor 0 caso contrário. Espera-se que a variável contribua para o aumento da prática do gerenciamento de resultados, pois em empresas de um mesmo grupo econômico, existe a possibilidade da transferência de receitas entre as organizações do grupo, para atingir metas pré-estabelecidas.

As variáveis Tamanho da Empresa (TAM), Alavancagem Financeira da Empresa (ALA) e Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Empresa (RENT) foram utilizadas com o objetivo de melhorar o ajustamento do modelo, já que tais variáveis são associadas com a prática do gerenciamento de resultados (LOPES, 2008; TRAPP, 2009; DECHOW; GE;

SCHRAND, 2010). As variáveis foram estimadas respectivamente pelo logaritmo do Ativo Total, pela relação do Passivo Oneroso (Empréstimos + Financiamentos + Debêntures) com o Ativo Total e pela relação do Lucro Líquido com o Patrimônio Líquido.

Ainda para melhorar o ajustamento do modelo, foi utilizado um conjunto de variáveis representativas para o Setor (SET), objetivando-se, respectivamente, controlar os efeitos comuns a empresas dos mesmos setores.

Como para a construção das métricas utilizaram-se séries históricas, optou-se também por utilizar séries históricas para a construção das características representativas de estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil. Nesse sentido, para as características de natureza não binária - Participação do Maior Acionista no Capital (PMA), Quantidade de Acionistas Relevantes (QA), Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital (IIR), Porcentagem de Ações em Circulação (PAC), Tamanho da Empresa (TAM), Alavancagem Financeira da Empresa (ALA) e Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Empresa (RENT) - foi utilizada a média e a dispersão, mensurada pelo desvio padrão, para a construção de tais variáveis, e para as demais características, as de natureza binária, - Existência de Acionista Controlador (EAC), Existência de Preferencialistas (EP), Existência de Acordo de Acionistas (AA), Origem do Capital (OC), Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts*; (ADR) Não Listagem na BM&FBovespa (NL), Adesão à segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) e Pertence a um Grupo Econômico (GE) - utilizou-se a informação modal.

Objetivando proporcionar maior robustez às estimações econométricas, características representativas de estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil que possuem natureza binária foram representadas também por variáveis de interação. Dessa forma, foram utilizadas variáveis interativas da Existência do Acordo de Acionistas com a Quantidade de Acionistas Relevantes (AAQA), já que acionistas que individualmente não possuiriam poder na empresa, podem se valer do uso do acordo de acionistas para possuírem poder e influenciar as decisões; da Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* com o Tamanho (ADRTAM), pois empresas maiores teriam maior possibilidade de atender os requisitos exigidos pela NYSE; da Não Listagem na BM&FBovespa com Alavancagem Financeira da Empresa (NLALA), já que, de acordo com a

Teoria do *Pecking Order*, existiria uma ordem hierárquica para a obtenção de recursos (recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emissão de novas ações); nesse caso as empresas não listadas em bolsa possuiriam maiores níveis de endividamento que as listadas; e da Adesão à segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa com a Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Empresa (AGCRENT), em virtude de empresas que aderem a maiores padrões de governança possuem maiores possibilidades de maiores retornos.

No quadro a seguir é apresentado um resumo das variáveis independentes com suas características e expectativas de relacionamento com gerenciamento de resultados.

Quadro 4 - Descrição das variáveis independentes

Variável	Forma de mensuração	Influência no Gerenciamento de Resultados
Participação do Maior Acionista no Capital	Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações	+
Existência de Acionista Controlador	1 quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	+
Quantidade de Acionistas Relevantes	quantidade acionistas com participação relevante	-
Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital	Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações	-
Existência de Preferencialistas	1 quando o capital da empresa inclui ações preferenciais e 0 caso contrário	+
Porcentagem de Ações em Circulação	Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações	-
Existência de Acordo de Acionistas	1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	-
Origem do Capital Nacional Privado	1 quando a empresa for classificada na CVM como de capital privado e não for de controle familiar	?
Origem do Capital Nacional Familiar	1 quando a empresa for de capital familiar, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	+
Origem do Capital Nacional Estatal	1 quando a empresa for classificada na CVM como de capital estatal, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	?
Origem do Capital Estrangeiro	1 quando a empresa for de classificada na CVM como empresa de capital estrangeiro, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	-
Presença na NYSE por meio do lançamento de <i>American Depositary Receipts</i>	1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	-
Não Listagem na BM&FBovespa	assume o valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	+
Adesão à segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa	1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa, sendo-lhe atribuído o valor 0 no caso contrário	-
Pertence a um Grupo Econômico	1 quando a empresa possuir balanço consolidado, sendo-lhe atribuído o valor 0 caso contrário	+

Tamanho da Empresa	logaritmo do Ativo Total	?
Alavancagem Financeira da Empresa	Passivo Oneroso / Ativo Total	?
Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Empresa	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	?
Setor	-	?

3.4 Procedimentos estatísticos

A distribuição das variáveis utilizadas na pesquisa foi estudada, primeiramente, por meio de medidas estatísticas descritivas, de modo a se conhecer e se inferir sobre as características das empresas da amostra empregada.

Além da estatística descritiva, foram realizados testes de Diferenças de Média, paramétricos e não paramétricos, de modo a se comparar possíveis diferenças cruzadas nas práticas de gerenciamento de resultados e nas características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil, utilizando-se como base de comparação as Amostras 1 e 2; dito de outro modo, verificou-se por meio da técnica se houve alterações significantes nas práticas de gerenciamento de resultados ou nas características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil ao longo do período estudado.

Outra técnica utilizada foi a análise de correlação; por meio do procedimento examinou-se, preliminarmente, a existência e o sentido da associação entre as variáveis explicativas e explicadas.

Por fim, para testar a hipótese da pesquisa empregou-se a técnica estatística de Análise por Regressão Linear Múltipla; a técnica é um meio pelo qual se busca analisar a existência de relações de dependência entre variáveis (GUJARATI, 2006).

A Análise de Regressão foi estimada pelo método Mínimos Quadrados Ordinários (MQO); a estimação do método baseia-se na minimização da soma dos quadrados dos resíduos, o que segundo a literatura proporcionará uma estimação com um menor influência dos resíduos (FÁVERO et al, 2009).

Ressalta-se que no processamento da Análise de Regressão Linear Múltipla utilizou-se a correção robusta de White, com o objetivo de garantir a homocedasticidade dos resíduos. E tendo como base o Teorema do Limite Central, presumiu-se a normalidade dos resíduos, uma

vez que a amostra utilizada possui quantidade de observações compatível com tal pressuposto. Para testar possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, testou-se e comprovou-se pela análise de correlação, não reportada, a ausência de multicolinearidade entre as mesmas.

A análise de regressão foi estimada pelo modelo descrito a seguir, ressaltando-se que seu processamento considerou individualmente as diferentes medidas apontadas para a prática do gerenciamento de resultados.

$$\begin{aligned}
 GR = & \beta_0 + \beta_1 PMA_{IT} + \beta_2 EAC_{IT} + \beta_3 QA_{IT} + \beta_4 IIR_{IT} + \beta_5 EP_{IT} \\
 & + \beta_6 PAC_{IT} + \beta_7 AA_{IT} + \beta_8 OC_{IT} + \beta_9 ADR_{IT} \\
 & + \beta_{10} NL_{IT} + \beta_{11} AGC_{IT} + \beta_{12} GE_{IT} + \beta_{13} TAM_{IT} \\
 & + \beta_{14} ALA_{IT} + \beta_{15} RENT + \beta_{16} SET_{IT} + \varepsilon_{IT}
 \end{aligned} \tag{19}$$

Em que: *GR*: Medida de Propensão ao Gerenciamento de Resultados, *PMA*: Participação do Maior Acionista no Capital, *EAC*: Existência de Acionista Controlador, *QA*: Quantidade de Acionistas Relevantes, *IIR*: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital, *EP*: Existência de Preferencialistas, *PAC*: Porcentagem de Ações em Circulação, *AA*: Existência de Acordo de Acionistas, *OC*: Origem do Capital, *ADR*: Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts*, *NL*: Não Listagem na BM&FBovespa, *AGC*: Adesão à segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa, *GE*: Pertence a um Grupo Econômico, *TAM*: Tamanho da Empresa, *ALA*: Alavancagem Financeira da Empresa, *RENT*: Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Empresa, *SET*: Setor, β : Coeficientes a serem estimados e ε : Termo de Erro do modelo.

Por fim, os procedimentos estatísticos utilizados na pesquisa foram processados utilizando-se os *softwares* STATA 12 e SPSS 19.

4 RESULTADOS

4.1 A prática do Gerenciamento de Resultados nas firmas brasileiras

A prática do gerenciamento de resultados, como já dito mensurada a partir das métricas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e por Zimmerman e Gontcharov (2003), foi segregada em amostras de tempo - Amostra 1 e Amostra 2 na Tabela 2.

Dos níveis de Gerenciamento de Resultados (GR) aí evidenciados - com os respectivos graus dos testes de diferença de média - pôde-se apreender que as duas primeiras métricas apresentam comportamentos significativamente diferentes, indicando que mais recentemente as empresas brasileiras passaram a usar com menor intensidade o gerenciamento de resultados ali representado.

Ressalte-se que pelas outras duas métricas o nível de gerenciamento de resultados não sofreu alteração entre os períodos, derivando daí que as métricas que capturam o gerenciamento de resultados a partir da discricionariade do gestor, GR3 e GR4, apresentaram comportamentos similares nas amostras de tempo, indicando que os gestores não modificaram a intensidade do uso da discricionariade para gerenciar os resultados no sentido de maximizar a sua utilidade.

Já nas métricas que captam o modo do gerenciamento de resultados com o objetivo de suavizar a série temporal de lucros, percebeu-se um comportamento significativamente diferente ao longo do tempo, à exceção de GR5. O comportamento destoante encontrado para esta métrica pode se dar devido ao fato de ser sua forma de mensuração mais robusta, a qual consegue captar melhor a prática do gerenciamento de resultados por parte dos gestores; ou seja, o nível de gerenciamento de resultados no Brasil permanece o mesmo ao longo da década estudada.

Apesar das diferenças encontradas em algumas medidas, o gerenciamento de resultados encontrado neste estudo apresenta níveis aproximados daqueles encontrados em outras pesquisas nacionais, como as de Lopes e Tukamoto (2007), Trapp (2009) e Correia e Louvet (2010).

Quando comparado com aquele encontrado nas pesquisas estrangeiras, como as de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Zimmerman e Gontcharov (2003), o gerenciamento de resultados das empresas brasileiras apresenta similaridade nas três primeiras medidas. Nas outras duas medidas, contudo, o gerenciamento de resultados se revela inferior àquele encontrado nas empresas estrangeiras, indicando que nessas medidas, aparentemente as empresas brasileiras apresentam demonstrativos contábeis com maior nível de qualidade, em relação às empresas estrangeiras.

Tabela 2 - Prática do Gerenciamento de Resultados

Medida	Amostra	N	Média	Variação	Estatística Z
GR1	Amostra 1	697	0,585	20,18%	-4,95***
	Amostra 2	522	0,702		
	Amostra 3	830	0,604	-	-
GR2	Amostra 1	669	-0,751	-16,75%	-3,81***
	Amostra 2	520	-0,626		
	Amostra 3	801	-0,733	-	-
GR3	Amostra 1	700	0,971	-20,58%	-0,84
	Amostra 2	516	0,771		
	Amostra 3	849	1,003	-	-
GR4	Amostra 1	269	0,252	-2,21%	-0,08
	Amostra 2	138	0,246		
	Amostra 3	363	0,305	-	-
GR5	Amostra 1	639	2,696	-1,47%	-0,47
	Amostra 2	486	2,656		
	Amostra 3	775	2,643	-	-

Legenda

GR1: medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; GR2: medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta Accruals \text{ Totais}, \Delta \text{ Fluxo de Caixa Operacional})$; GR3: medida de Gerenciamento de Resultados 3 - $|Accruals \text{ Totais}| / |\text{Fluxo de Caixa Operacional}|$; GR4: medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / QPJ: Quantidade de pequenos prejuízos; GR5: medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Obs.: Foi utilizado o teste de diferença de média denominado Teste *U* de Mann-Whitney.

4.2 As características da estrutura de propriedade das firmas brasileiras

Ao se analisar as características de propriedade (Participação do Maior Acionista no Capital, Quantidade de Acionistas Relevantes, Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital e Porcentagem de Ações em Circulação) nas amostras de tempo - Amostra 1 e Amostra 2 da Tabela 3 - segundo evidenciado pelos testes de diferença de média, visualiza-se que, com exceção da Participação do Maior Acionista no Capital, os atributos societários apresentaram comportamentos significativamente diferentes no tempo; ou seja, na Amostra 2 ocorreu um aumento na quantidade de acionistas com participação relevante, na participação de investidores institucionais e na Porcentagem de ações disponibilizadas para o

mercado, o que pode ter sido decorrente da estabilização do mercado acionário brasileiro, ocorrida em meados da década passada.

Notou-se ainda que a Participação do Maior Acionista no Capital é similar aos resultados encontrados nos estudos de Silva (2004) e Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010), com parcela superior a 50% das ações totais pertencendo a um único acionista.

Em decorrência da grande quantidade de ações em posse de um único acionista, algumas particularidades do mercado de capitais brasileiro se ressaltam, como a pequena quantidade de acionistas com participação relevante e a pequena participação de investidores institucionais. O que se destaca, ainda, é a diminuta quantidade de ações disponibilizada para o mercado pelas empresas da amostra (cerca de 1/5 do capital).

Tabela 3 - Características da Estrutura de Propriedade I

Característica	Amostra	N	Média	Varição	Estatística Z
PMA	Amostra 1	727	59,11	-2,58%	-0,85
	Amostra 2	548	57,59		
	Amostra 3	874	59,18	-	-
QA	Amostra 1	727	2,25	16,79%	-4,41***
	Amostra 2	548	2,63		
	Amostra 3	874	2,38	-	-
IRR	Amostra 1	727	11,11	5,70%	-1,85*
	Amostra 2	548	11,74		
	Amostra 3	874	10,89	-	-
PAC	Amostra 1	727	12,61	206,89%	-16,50***
	Amostra 2	548	38,70		
	Amostra 3	874	20,15	-	-

Legenda

PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Obs.: Foi utilizado o teste de diferença de média denominado Teste *U* de Mann-Whitney.

A Tabela 4 apresenta um resumo das características categóricas referentes à estrutura de propriedade. Ao comparar as amostras de tempo - Amostra 1 e Amostra 2 -, fica claro que houve incremento nas quantidades de empresas com acordo de acionistas; que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa; e que pertenciam a grupos

econômicos. De outra parte, diminuiram as quantidades de empresas com acionista controlador; com ações preferenciais emitidas; com ações negociadas na NYSE; e não listadas na BM&FBovespa.

Entre os períodos analisados registraram-se incrementos nas quantidades de empresas de origens estatal e familiar, e redução na quantidade de empresas de origem privada (tanto estrangeiras quanto nacionais), sendo que, apesar da redução nas amostras, a origem nacional privada é a que reúne maior quantidade de empresas em todas as amostras.

Isto posto, infere-se um padrão de companhia de capital aberto brasileira, com as seguintes características: há um acionista controlador; existe a emissão de ações preferenciais; os acionistas não se unem por meio de acordo de acionistas; a empresa origina-se de capital nacional privado; não há lançamento de ADRs na NYSE; não é listada na BM&FBovespa e, por conseguinte, não participa dos seus níveis diferenciados de governança corporativa; e faz parte um grupo econômico.

A Amostra 3 (período total) demonstra baixa utilização de acordo de acionistas pelas empresas brasileiras, coincidindo com o comportamento encontrado na pesquisa de Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010); e pequena quantidade de empresas brasileiras listadas na NYSE, conforme destacado em Tukamoto (2004).

Tabela 4 - Características da Estrutura de Propriedade II

	Amostra	Não Existe	Varição	Existe	Varição				
EAC	Amostra 1	28,06%	22,26%	71,94%	-8,68%				
	Amostra 2	34,31%		65,69%					
	Amostra 3	30,89%	-	69,11%	-				
	Amostra	Não Existe	Varição	Existe	Varição				
EP	Amostra 1	26,55%	69,78%	73,45%	-25,22%				
	Amostra 2	45,07%		54,93%					
	Amostra 3	36,50%	-	63,50%	-				
	Amostra	Não Existe	Varição	Existe	Varição				
AA	Amostra 1	75,79%	-4,41%	24,21%	13,82%				
	Amostra 2	72,45%		27,56%					
	Amostra 3	75,74%	-	24,26%	-				
	Amostra	OCE	Varição	OCNE	Varição	OCNP	Varição	OCNF	Varição
OC	Amostra 1	7,29%	-14,90%	3,58%	17,36%	84,32%	-0,45%	4,81%	17,50%
	Amostra 2	6,20%		4,20%		83,94%		5,66%	
	Amostra 3	7,90%	-	3,43%	-	83,75%	-	4,92%	-

	Amostra	Não Possui	Varição	Possui	Varição
ADR	Amostra 1	96,29%	2,15%	3,71%	-55,78%
	Amostra 2	98,36%		1,64%	
	Amostra 3	97,60%	-	2,40%	
	Amostra	É Listada	Varição	Não é Listada	Varição
NL	Amostra 1	53,92%	25,56%	46,08%	-29,91%
	Amostra 2	67,70%		32,30%	
	Amostra 3	56,29%	-	43,71%	
	Amostra	Não é Listada	Varição	É Listada	Varição
AGC	Amostra 1	96,15%	-23,70%	3,85%	591,75%
	Amostra 2	73,36%		26,64%	
	Amostra 3	86,50%	-	13,50%	
	Amostra	Não Pertence	Varição	Pertence	Varição
GE	Amostra 1	42,23%	-18,33%	57,77%	13,40%
	Amostra 2	34,49%		65,51%	
	Amostra 3	39,02%	-	60,98%	

Legenda

EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, atribuindo-se o valor 0 no caso contrário; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; AA: Existência de Acordo de Acionistas - valor 1, quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OC: Origem do Capital (classificada na CVM em OCE, OCNE, OCNF e OCNP); OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNE: Origem do Capital Nacional Estatal - valor 1, quando classificada como de capital estatal, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando classificada como de capital privado e não classificada como de controle familiar; ADR: Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* - valor 1, quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NL: Não Listagem na BM&FBovespa - valor 1, em caso positivo, e valor 0 em caso negativo; AGC: Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa - valor 1, quando listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

Já a Tabela 5 evidencia o resultado dos testes de diferença de média e segrega, em cada período considerado, as dispersões das características Participação do Maior Acionista no Capital, Quantidade de Acionistas Relevantes, Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital e Porcentagem de Ações em Circulação. Constatou-se uma queda nas dispersões da Participação do Maior Acionista no Capital e da Porcentagem de Ações em Circulação, numa indicação de que no segundo período as empresas da amostra passaram a apresentar maior similaridade entre si. Enquanto isso, a dispersão da Quantidade de Acionistas Relevantes apresentou incremento, significando que no primeiro período, a quantidade de acionistas com participação relevante era mais similar nas empresas da amostra.

Ao analisar a Amostra 3, destaca-se uma baixa dispersão encontrada para a característica Quantidade de Acionistas Relevantes, o que indica uma maior similaridade para essa característica nas empresas da amostra e uma alta dispersão da característica Porcentagem de Ações em Circulação, indicando uma maior variação nas ações disponibilizadas para o mercado nas empresas participantes da amostra.

Tabela 5 - Características da Estrutura de Propriedade III

Característica	Amostra	N	Média	Varição	Estatística Z
Dispersão PMA	Amostra 1	727	6,89	-28,63%	-4,64***
	Amostra 2	548	4,91		
	Amostra 3	874	8,19	-	-
Dispersão QA	Amostra 1	727	0,40	22,91%	-2,88***
	Amostra 2	548	0,49		
	Amostra 3	874	0,54	-	-
Dispersão IRR	Amostra 1	727	4,10	-4,52%	-1,30
	Amostra 2	548	3,92		
	Amostra 3	874	5,09	-	-
Dispersão PAC	Amostra 1	727	15,75	-0,08%	-3,69***
	Amostra 2	548	15,73		
	Amostra 3	874	17,62	-	-

Legenda

PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Obs.: Foi utilizado o teste de diferença de média denominado Teste *U* de Mann-Whitney.

A Tabela 6 mostra a mesma segregação e a mesma análise para os atributos empresariais Tamanho, Alavancagem Financeira e Rentabilidade do Patrimônio Líquido. A Alavancagem Financeira apresentou comportamento similar ao longo do período analisado. Já os outros dois atributos apresentaram comportamentos significativamente diferentes, com empresas maiores e mais rentáveis, segundo o indicador utilizado.

A Rentabilidade do Patrimônio Líquido indicou que no primeiro período o conjunto de empresas analisado apresentou prejuízos, mas no segundo período, provavelmente em decorrência da mudança dos fatores macroeconômicos brasileiros, a situação foi contornada, sendo esses prejuízos transformados em lucros. Contudo, na análise do período completo o conjunto de empresas continuou registrando prejuízos.

A baixa Alavancagem Financeira encontrada para as empresas brasileiras pesquisadas apresenta nível similar ao encontrado na pesquisa de Albanez e Valle (2009).

Tabela 6 - Características Financeiras

Medida	Amostra	N	Média	Variação	Estatística Z
TAM	Amostra 1	727	5,09	6,68%	-6,76***
	Amostra 2	548	5,43		
	Amostra 3	874	5,18	-	-
ALA	Amostra 1	727	0,35	-22,86%	-1,18
	Amostra 2	548	0,27		
	Amostra 3	874	0,30	-	-
RENT	Amostra 1	727	-0,09	-244,44%	-6,22***
	Amostra 2	548	0,13		
	Amostra 3	874	-0,05	-	-

Legenda

TAM: Tamanho da Empresa - Logaritmo do Ativo Total; ALA: Alavancagem Financeira da Empresa - Passivo Oneroso / Ativo Total; RENT: Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Empresa - Lucro Líquido / Patrimônio Líquido.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Obs.: Foi utilizado o teste de diferença de média denominado Teste *U* de Mann-Whitney.

4.3 O relacionamento entre a prática do Gerenciamento de Resultados a as características da estrutura de propriedade nas firmas brasileiras

Esta seção apresenta os resultados da análise de correlação e da análise de regressão, que possibilitaram inferir o relacionamento existente entre gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil.

A primeira análise efetuada referiu-se à correlação entre as métricas de gerenciamento de resultados e as qualidades da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil, o Apêndice 1 apresenta a matriz de correlação completa. Foram encontradas 24 associações significantes e positivas e 22 associações significantes e negativas. As correlações significantes estão dispostas na Tabela 7.

Tabela 7 - Correlações Significantes

Amostra 1		Amostra 2		Amostra 3	
Caracteris. x Medida	Coef.	Característ. x Medida	Coef.	Característ. x Medida	Coef.
EP x GR1	0,067*	PMA x GR1	0,075*	QA x GR1	-0,058*
PAC x GR1	0,077**	EAC x GR1	0,086**	EP x GR1	0,081**
Dispersão PAC x GR1	0,130***	EP x GR1	0,158***	Dispersão PAC x GR1	0,064*
GE x GR1	0,180***	PAC x GR1	-0,077*	NLALA x GR1	-0,103***
PMA x GR2	-0,065*	Dispersão IRR x GR2	0,110**	GE x GR1	0,107***
Dispersão PAC x GR2	0,080**	EP x GR2	0,125***	EAC x GR2	-0,058*
NLALA x GR2	-0,066*	PMA x GR3	-0,116***	Dispersão IRR x GR2	0,064*

GE x GR2	0,146***	QA x GR3	0,101**	OCE x GR2	-0,064*
Dispersão PMA x GR3	-0,075**	GE x GR3	0,084*	PAC x GR3	0,068**
IRR x GR3	-0,063*	GE x GR4	-0,168**	OCNF x GR3	0,093***
ADRTAM x GR3	0,082**	PMA x GR5	-0,088*	QA x GR5	0,065*
Dispersão IRR x GR4	-0,124**	QA x GR5	0,112**	EP x GR5	-0,084**
OCE x GR4	-0,114*	Dispersão IRR x GR5	-0,087**	OCNF x GR5	0,077**
Dispersão QA x GR5	0,096**	EP x GR5	-0,123***	GE x GR5	-0,110***
IRR x GR5	-0,082**			Dispersão PMA x GR6	-0,102*
OCE x GR5	-0,070*			EP x GR6	-0,112*
GE x GR5	-0,187***			AAQA x GR6	0,135**
PMA x GR6	0,146**	-		OCNF x GR6	0,111*
EAC x GR6	0,123*				
Dispersão PAC x GR6	-0,126*				
GE x GR6	-0,126*				

Legenda

GR1: Medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; GR2: Medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta$ Accruals Totais, Δ Fluxo de Caixa Operacional); GR3: Medida de Gerenciamento de Resultados 3 - $|Accruals$ Totais| / |Fluxo de Caixa Operacional|; GR4: Medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / Quantidade de pequenos prejuízos; GR5: Medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido; GR6: Medida de Gerenciamento de Resultados 6 - μ das posições nas demais medidas; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentre mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume o valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1 quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que NL assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Observa-se que associação positiva e significativa entre as características da estrutura de propriedade e as métricas GR1 e GR2 indica que altos valores da característica estão associados a menores práticas de gerenciamento de resultados. Por outro lado, associação positiva e significativa entre as características da estrutura de propriedade e as demais medidas indica que altos valores da característica estão associados a maiores práticas de gerenciamento de resultados.

A medida de gerenciamento de resultados GR1 foi aquela que mais se associou com as características da estrutura de propriedade, sendo quatro associações na Amostra 1, quatro na Amostra 2 e cinco na Amostra 3. A medida GR4 foi a que apresentou menor quantidade de associações, sendo duas na Amostra 1 e uma na Amostra 2. Destacam-se ainda as medidas GR4 na Amostra 3 e GR6 na Amostra 2, que não obtiveram nenhuma associação significativa com as características da estrutura de propriedade.

Quando se comparam os tipos de gerenciamento, observa-se que as medidas de suavização da série temporal de lucros (foram encontradas 11 associações em média) apresentam mais associações significantes que as medidas que captam a discricionariedade do gestor (6 associações em média), o que indica maior associação entre as medidas que captam a suavização da série temporal de lucros e as características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras.

Por outro lado, as características Pertence a Grupo Econômico e Existência de Preferencialistas foram as que mais se associaram às medidas de gerenciamento de resultados, registrando-se, no caso da primeira característica, quatro associações na Amostra 1, duas na Amostra 2 e duas na Amostra 3, enquanto no caso da segunda, registraram-se uma associação na Amostra 1, três na Amostra 2 e três na Amostra 3. Enquanto isso, as características Origem do Capital Nacional Estatal, Origem do Capital Nacional Privado e Interação da Rentabilidade com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa não se associaram significativamente com nenhuma das medidas de gerenciamento de resultados.

Nota-se que, apesar da ocorrência de diversas associações significantes entre as medidas de gerenciamento de resultados e as características da estrutura de propriedade, os resultados da análise de correlação apresentaram baixos coeficientes para todas as associações significantes, o que representa uma baixa associação entre as características da estrutura de propriedade e as medidas de gerenciamento de resultados.

Testando especificamente a hipótese, apresenta-se o produto das regressões processadas nas tabelas 8 a 10, com as medidas de gerenciamento de resultados que procuram captar suavização da série temporal de lucros, e nas tabelas 11 a 13, com as medidas que procuram medir a predeterminação do montante do lucro. Enquanto isso, a Tabela 14 refere-se à regressão na qual foi utilizada a medida de gerenciamento de resultados global.

Na Tabela 8, analisando-se a Amostra 1, que compreendeu o período de estabilização da economia brasileira, reportam-se as versões que mostraram modelos de regressão significante: testes F significantes a 1%, e poder explanatório com R^2 variando entre 8,75% e 15,8%.

As características que se referem ao conjunto de acionistas minoritários, Porcentagem de Ações em Circulação e a sua dispersão apresentaram associações significantes com a suavização da série temporal de lucros, ainda que em apenas um modelo para a primeira característica (GR1) e em dois modelos para a segunda (GR1 e GR2).

Esperava-se que empresas com alta participação de ações no mercado tendessem a uma menor suavização da série temporal de lucros; mas os resultados evidenciaram o contrário, indicando que uma pulverização de ações no mercado está associada ao fortalecimento de atitudes oportunistas dos acionistas majoritários.

A influência positiva encontrada para a dispersão da Porcentagem de Ações em Circulação, encontrada para o período de estabilização da economia brasileira, indicou que o aumento da dispersão de ações disponíveis no mercado está associado a uma menor prática da suavização dos lucros; ou seja, a variação, ao longo dos anos, da quantidade de ações disponíveis no mercado, que significa uma variação na alteração da composição dos sócios, pode resultar na entrada ou no aumento de participação de acionistas com maior expertise, o que pode resultar na mitigação dessa prática de gerenciamento de resultados.

Das características que se referem à origem do capital da firma, apenas a origem familiar apresentou associação significativa no período estudado, isso com a medida GR5. Isso indica que, no período considerado, apenas os gerentes das empresas de origem familiar possuíam incentivos para suavizar a série temporal dos lucros.

A adesão a práticas voluntárias de governança corporativa, ao apresentar associação significativa e positiva com a medida GR2, indicou que ao aderir às boas práticas de governança corporativa exigidas pela BM&FBovespa e, assim, aumentar a qualidade de suas informações disponibilizadas para o mercado, a empresa termina por reduzir a probabilidade

de comportamentos oportunistas por parte dos gestores e acionistas controladores, comportamento esse atrelado à suavização da série temporal de lucros.

Era esperado que as firmas que fizessem parte de grupos econômicos apresentassem maior nível de suavização da série de lucros, já que havia a possibilidade da transferência de receitas entre as organizações de mesmo grupo; mas o resultado da análise de regressão indicou o contrário, ou seja, que ao fazer parte de um grupo, os gestores ficam inibidos de suavizar a série de lucros.

Tabela 8 - Análise de Regressão Modelo Suavização da Série de Lucros - Amostra 1

Característica	Expectativa	Amostra 1		
		GR1 (-)	GR2 (-)	GR5 (+)
PMA	+	0,000 (0,100)	-0,001 (-0,450)	0,001 (0,190)
Dispersão PMA	?	-0,001 (-0,490)	-0,001 (-0,540)	0,003 (0,280)
EAC	+	0,028 (0,630)	-0,039 (-0,690)	0,158 (0,660)
QA	-	-0,003 (-0,170)	-0,012 (-0,530)	-0,013 (-0,140)
Dispersão QA	?	-0,023 (-0,640)	0,015 (0,280)	0,422 (2,120)
IRR	-	-0,001 (-0,730)	-0,001 (-0,750)	-0,001 (-0,160)
Dispersão IRR	?	-0,001 (-0,600)	0,003 (0,980)	-0,010 (-0,980)
EP	+	0,040 (1,030)	0,033 (0,830)	0,005 (0,020)
PAC	-	0,000 (-0,350)	-0,001* (-1,800)	0,001 (0,120)
Dispersão PAC	?	0,003*** (2,710)	0,002* (1,940)	-0,006 (-1,190)
AAQA	-	-0,006 (-0,500)	-0,012 (-0,810)	0,082 (1,140)
OCE	-	-0,026 (-0,290)	-0,145 (-1,160)	0,094 (0,180)
OCNP	?	-0,040 (-0,490)	-0,130 (-1,090)	0,922 (2,190)
OCNF	+	-0,026 (-0,250)	-0,079 (-0,510)	1,555*** (2,550)
ADRTAM	-	-0,008 (-0,710)	-0,016 (-1,320)	0,025 (0,510)
NLALA	+	-0,020 (-0,470)	-0,040 (-1,180)	-0,063 (-0,380)
AGCRENT	-	-0,015 (-0,430)	0,057* (1,870)	0,019 (0,090)
GE	+	0,206*** (5,120)	0,155*** (4,100)	-1,315*** (-6,050)
N		697	669	639
Teste F		3,89***	1,90***	3,66***
R ²		11,62%	8,75%	15,80%

Legenda

GR1: Medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; GR2: Medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta$ *Accruals* Totais, Δ Fluxo de Caixa Operacional); GR5: Medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1 quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1 quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

- 1: O modelo foi processado com variáveis de controle que não são informadas na tabela. Ver Apêndices.
 - 2: Entre parênteses a Estatística Z.
 - 3: As medidas GR1 e GR2 apresentam relação inversa com a expectativa.
-

Na Tabela 9 são reportados os resultados das regressões para o período de estabilidade da economia brasileira, Amostra 2; as versões reportadas apresentaram modelo de regressão significativa, testes *F* significantes a 1% e poder explanatório satisfatório, com R^2 variando entre 11,34% e 13,43%.

No modelo que utilizou a medida GR2, as dispersões das características Quantidade de Acionistas Relevantes e Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital foram significante estatisticamente, sendo que apenas a primeira apresentou influência positiva na medida.

Um aumento na dispersão da Quantidade de Acionistas Relevantes indicou maior grau de suavização da série de lucros, indicando que houve uma alteração na quantidade de acionistas com participação superior a 5% no capital das firmas, tornando impossível a tais acionistas um maior controle das decisões dos gestores, o que garantiu uma maior possibilidade de os gestores suavizarem os resultados.

Enquanto isso, um aumento da dispersão de ações em posse de investidores institucionais esteve associado a uma redução da prática da suavização dos lucros. Isso indica que por haver uma variabilidade na alteração da composição dos acionistas das firmas, resultante da entrada ou do aumento da participação de acionistas institucionais que possuem maior expertise ou são menos adeptos da prática do gerenciamento de resultados, os gestores foram inibidos de reduzir a suavização da série temporal de lucros.

A relação negativa com a prática da suavização da série de lucros encontrada para a característica Existência de Preferencialistas, nos três modelos, indicou que no período estudado, a existência de ações preferenciais emitidas seria um inibidor da prática. Apesar de os acionistas preferenciais geralmente não possuírem direito a voto nas assembleias, sua influência na gestão da firma está associada a outros mecanismos, como a posição em conselho de administração ou comitê de auditoria, o que inibiria a probabilidade de os gestores suavizarem os resultados.

As características Porcentagem de Ações em Circulação e Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa apresentaram, no modelo que utiliza a medida GR5, associação positiva e significativa com a prática da suavização da série temporal de lucros. Tais resultados divergem daquele apresentado no período de estabilização da economia brasileira, indicando que:

- uma maior dispersão da Porcentagem de Ações em Circulação está associada a uma maior suavização da série de lucros, pois a maior volatilidade da quantidade de ações disponíveis no mercado está associada a uma maior variação do quadro societário, significando que acionistas estão entrando e saindo com grande rapidez, o que os impede de exercer maior controle na gestão da firma, o que termina por possibilitar aos gestores suavizarem a série temporal dos lucros; e
- a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa indica que, ao aderir às boas práticas de governança corporativa exigidas pela BM&FBovespa, os gerentes procurarão apresentar um menor nível de risco, que passa pela diminuição da oscilação dos resultados.

Tabela 9 - Análise de Regressão Modelo Suavização da Série de Lucros - Amostra 2

Característica	Expectativa	Amostra 2		
		GR1 (-)	GR2 (-)	GR5 (+)
PMA	+	0,000 (-0,020)	-0,003 (-1,650)	-0,007 (-0,940)
Dispersão PMA	?	0,001 (0,520)	-0,003 (-0,920)	-0,001 (-0,090)
EAC	+	0,032 (0,520)	0,049 (0,660)	0,298 (0,960)
QA	-	0,000 (-0,020)	-0,031 (-1,280)	0,207 (1,780)
Dispersão QA	?	-0,047 (-1,170)	-0,091* (-1,750)	-0,180 (-0,870)
IRR	-	0,000 (-0,320)	0,001 (0,710)	0,006 (1,360)
Dispersão IRR	?	0,001 (0,300)	0,009** (2,110)	-0,013 (-1,190)
EP	+	0,120*** (2,620)	0,124* (2,290)	-0,625*** (-2,810)
PAC	-	-0,001 (-0,920)	-0,001 (-0,720)	-0,005 (-1,350)
Dispersão PAC	?	-0,001 (-1,360)	-0,001 (-0,740)	0,012** (2,090)
AAQA	-	0,019 (1,360)	0,022 (1,370)	-0,107 (-1,390)
OCE	-	-0,140 (-1,070)	-0,199 (-1,130)	0,298 (0,500)
OCNP	?	-0,159 (-1,300)	-0,209 (-1,320)	0,481 (1,050)
OCNF	+	-0,164 (-1,140)	-0,222 (-1,130)	0,404 (0,610)
ADRTAM	-	-0,018 (-0,980)	-0,001 (-0,020)	-0,044 (-0,750)
NLALA	+	-0,077 (-1,240)	0,072 (0,810)	-0,082 (-0,280)
AGCRENT	-	-0,046 (-1,360)	-0,044 (-1,060)	0,350*** (2,630)
GE	+	-0,029 (-0,580)	-0,019 (-0,320)	-0,310 (-1,310)
	N	521	519	485
	Teste F	2,76***	2,35***	2,57***
	R ²	11,34%	12,36%	13,43%

Legenda

GR1: Medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; GR2: Medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta Accruals \text{ Totais}, \Delta \text{ Fluxo de Caixa Operacional})$; GR5: Medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American*

Depository Receipts (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. O modelo foi processado com variáveis de controle que não são informadas na tabela. Ver Apêndices.
 2. Entre parênteses a Estatística Z.
 - 3: As medidas GR1 e GR2 apresentam relação inversa com a expectativa.
-

A Tabela 10 apresenta os resultados encontrados das regressões das medidas de suavização da série de lucros, sendo utilizado o período completo de estudo, de 1998 a 2010. As versões reportadas apresentaram modelo de regressão significativa, testes *F* significantes a 1% e poder explanatório satisfatório, com R^2 variando entre 7,75% e 12,41%.

No período completo, outras características associadas ao controle se tornam significantes, como, por exemplo, a Existência de Acionista Controlador, a Origem do Capital Estrangeiro, a Origem do Capital Nacional Privado e a Origem do Capital Nacional Familiar, que estiveram associadas ao aumento da prática da suavização da série temporal de lucros.

No modelo que utilizou a medida GR2, a existência de um acionista controlador esteve associada ao aumento da suavização da série temporal de lucros, já que, ao possuir o controle da firma, esse acionista tenderá a usar a firma para atender aos seus próprios objetivos, e um deles pode ser a apresentação de um resultado sem grandes oscilações.

As firmas de origem do capital nacional privado e nacional familiar, nos três modelos, juntamente com a origem estrangeira, nos modelos que utilizaram as medidas GR1 e GR2, estiveram associadas a um aumento do gerenciamento de resultados, já que, ao se estabelecer uma associação entre a origem do capital e o controlador da firma, e dado o seu poder de influência direta nas decisões da firma, o controlador tenderá a usar esse atributo para facilitar o alcance de seus objetivos, o que passa pela suavização da série temporal dos lucros.

Acreditava-se que o fato de o capital ter origem estrangeira fosse um mecanismo complementar à governança corporativa da firma e um mecanismo de redução do gerenciamento de resultados; mas, ao estar associado aos controladores, e pelo fato de estes

desejarem maximizar a sua função utilidade, a origem do capital estrangeira apresentou um resultado similar àquele encontrado para as outras origens.

Diferentemente do esperado, um aumento na Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital esteve associado a um aumento na prática da suavização da série temporal de lucros, indicando que tais investidores estariam interessados em investir em empresas que apresentam resultados sem grandes oscilações, o que poderia representar em um recebimento regular de fluxos de caixa.

Já a Interação da Alavancagem Financeira com a Listagem na BM&FBovespa indicou que, por administrar uma empresa não listada em bolsa de valores, os gestores possuiriam maior motivação para agir oportunisticamente, e assim suavizar os resultados para atender a seus objetivos particulares.

A característica Existência de Preferencialistas, no modelo que utilizou a medida GR5, e a característica Pertence a Grupo Econômico, em todos os modelos, apresentaram resultados semelhantes àqueles encontrados anteriormente, em que contribuíram para a redução da suavização da série temporal de lucros.

Tabela 10 - Análise de Regressão Modelo Suavização da Série de Lucros - Amostra 3

Característica	Expectativa	Amostra 3		
		GR1 (-)	GR2 (-)	GR5 (+)
PMA	+	0,000 (-0,230)	0,000 (0,160)	0,005 (1,120)
Dispersão PMA	?	0,000 (0,230)	0,000 (-0,080)	0,008 (0,840)
EAC	+	-0,003 (-0,080)	-0,114** (-2,110)	0,165 (0,750)
QA	-	-0,018 (-1,050)	-0,024 (-1,190)	0,156 (1,540)
Dispersão QA	?	-0,017 (-0,460)	-0,012 (-0,270)	-0,044 (-0,230)
IRR	-	0,000 (0,620)	-0,001* (-1,780)	0,000 (-0,090)
Dispersão IRR	?	-0,002 (-1,400)	0,004 (1,420)	-0,003 (-0,280)
EP	+	0,041 (1,110)	0,060 (1,540)	-0,370* (-1,920)
PAC	-	0,000 (-0,220)	0,001 (0,880)	-0,002 (-0,380)
Dispersão PAC	?	0,001 (1,360)	-0,001 (-0,690)	0,004 (0,730)
AAQA	-	0,005 (0,420)	0,008 (0,550)	-0,007 (-0,110)

OCE	-	-0,237** (-2,090)	-0,372*** (-3,250)	0,533 (1,280)
OCNP	?	-0,262*** (-2,630)	-0,299*** (-2,710)	0,977*** (3,150)
OCNF	+	-0,322*** (-2,840)	-0,311** (-2,320)	1,631*** (3,260)
ADRTAM	-	0,003 (0,260)	-0,004 (-0,310)	-0,018 (-0,450)
NLALA	+	-0,159*** (-3,740)	-0,029 (-0,430)	0,136 (0,640)
AGCRENT	-	0,011 (0,380)	0,035 (1,290)	0,271 (2,850)
GE	+	0,160*** (4,420)	0,107*** (2,940)	-0,925*** (-5,160)
N		830	801	775
Teste F		3,79***	2,88***	4,36***
R ²		9,83%	7,75%	12,41%

Legenda

GR1: Medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; GR2: Medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta$ *Accruals* Totais, Δ Fluxo de Caixa Operacional); GR5: Medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como empresa de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. O modelo foi processado com variáveis de controle que não são informadas na tabela. Ver Apêndices.

2. Entre parênteses a Estatística Z.

3: As medidas GR1 e GR2 apresentam relação inversa com a expectativa.

Na Tabela 11 são apresentados os resultados das regressões processadas para as medidas de atuação discricionárias, referentes ao período de estabilização da economia brasileira. As versões reportadas apresentaram poder explanatório satisfatório, com R² variando entre 6,93% e 17,61% e modelo de regressão significativa, com testes *F* significantes a 1%.

As características associadas ao maior acionista da firma, Participação do Maior Acionista no Capital e dispersão da Participação do Maior Acionista no Capital possuíram associação significativa com a medida GR3.

Uma maior quantidade de ações em posse do maior acionista esteve associada ao aumento do gerenciamento de resultados, já que, quanto maior for a parcela do capital em posse do maior acionista, maior será sua influência nas decisões da firma, e, assim, maior será também a sua tendência de usar a firma para maximizar a sua utilidade.

Já uma maior variabilidade de ações em posse do maior acionista esteve associada à redução do nível de gerenciamento de resultados, porquanto tal variabilidade indica perda de poder do maior acionista, em algum período, o que levou os demais acionistas a requer que a informação contábil seja livre de atuação discricionária.

A associação significativa apresentada para a característica Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital registrou contrastes, pois uma maior participação institucional demonstrou ser um mecanismo redutor da atuação discricionária do gestor (medida GR3), apresentando-se, ainda, como indutor do reporte de pequenos prejuízos (medida GR4).

A associação negativa encontrada entre a dispersão da Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital e a medida GR4 indicou que, por haver uma variabilidade na alteração da composição dos acionistas das firmas, resultante da entrada ou do aumento da participação de acionistas institucionais que possuem maior expertise ou menos adeptos da prática do gerenciamento de resultados, inibindo os gestores a reportar pequenos lucros em detrimento de pequenos prejuízos.

A dispersão da Porcentagem de Ações em Circulação esteve associada a uma maior atuação discricionária dos gestores, tendo em vista a transformação de pequenos prejuízos em pequenos lucros, numa indicação de que nas empresas com alta volatilidade na quantidade de ações disponíveis no mercado, os gestores tendem a evitar o reporte de pequenos prejuízos, já que isso poderia reduzir o preço das ações.

Dentre as características que representaram a origem do capital, apenas Origem do Capital Nacional Privado e Origem do Capital Nacional Familiar apresentaram significância estatística, isso no modelo da medida GR4, indicando que em firmas de origem nacional os gestores são influenciados a agir com oportunismo, e assim evitar o reporte de pequenos prejuízos.

Algumas características que indicaram as situações da empresa apresentaram associação com as medidas, conforme explicitado a seguir:

- na medida GR4, a presença na bolsa de valores de Nova Iorque contribuiu para uma redução da prática de reporte de pequenos lucros, indicando que o mercado estadunidense e suas normas contábeis ofereceriam uma maior proteção ao investidor, o que transformaria em resultados livres da atuação oportunística dos gestores;
- na medida GR3, a não listagem em bolsa esteve associada a um maior nível de gerenciamento de resultados, já que, ao não precisar prestar maiores níveis de informações ao mercado, os gestores de empresas não listadas em bolsa teriam mais motivação para agir oportunisticamente; e
- na medida GR4, ao aderir aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, os gestores tenderão a agir oportunisticamente, com o objetivo de evitar a apresentação de pequenos prejuízos.

Tabela 11 - Análise de Regressão Modelo Atuação Discricionária - Amostra 1

Característica	Expectativa	Amostra 1	
		GR3 (+)	GR4 (+)
PMA	+	0,009*** (2,780)	-0,001 -0,540
Dispersão PMA	?	-0,013** (-2,080)	0,005 1,060
EAC	+	-0,220 (-1,300)	0,029 0,290
QA	-	0,093 (1,370)	-0,029 -0,880
Dispersão QA	?	0,043 (0,350)	-0,085 -1,370
IRR	-	-0,005** (-2,140)	0,004** 2,030
Dispersão IRR	?	0,010 (1,540)	-0,009** -2,040
EP	+	0,087 (0,760)	-0,008 -0,110

PAC	-	0,009 (1,430)	-0,003 -1,470
Dispersão PAC	?	-0,006 (-1,170)	0,004** 2,250
AAQA	-	-0,053 (-1,220)	-0,022 -1,010
OCE	-	-0,078 (-0,250)	-0,056 -0,490
OCNP	?	0,055 (0,210)	0,254** 2,250
OCNF	+	0,359 (0,840)	0,383** 2,100
ADRTAM	-	0,115 (1,570)	-0,043** -2,380
NLALA	+	0,241*** (3,070)	0,119 0,760
AGCRENT	-	0,010 (0,110)	0,074* 1,740
GE	+	0,045 (0,370)	-0,069 -0,930
N		699	269
Teste F		2,76***	2,03***
R ²		6,93%	17,61%

Legenda

GR3: Medida de Gerenciamento de Resultados 3 - |Accruals Totais| / |Fluxo de Caixa Operacional|; GR4: Medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / Quantidade de pequenos prejuízos; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. O modelo foi processado com variáveis de controle que não são informadas na tabela. Ver Apêndices.
2. Entre parênteses a Estatística Z.

As regressões processadas para o período 2006-2010, e que usaram as medidas de atuação discricionária, são apresentadas na Tabela 12. As versões apresentaram modelo de

regressão significativa, com testes F significantes a 1%, e um poder explanatório satisfatório, com R^2 variando entre 7,76% e 30,65%.

A existência de um acionista controlador, no modelo que utilizou a medida GR4, esteve associada ao aumento da atuação discricionária, pois ao possuir o controle da firma, esse acionista tenderá a usá-la para atender a seus objetivos particulares.

As características ligadas a investidores institucionais, Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital e a sua dispersão apresentaram associação significativa com a medida GR4, assinalando resultado idêntico àquele apresentado no modelo anterior.

A característica dispersão da Porcentagem de Ações em Circulação apresentou resultados contrários nas duas medidas, ou seja, associação significativa e positiva com a medida GR3 e associação significativa e negativa com a medida GR4.

Uma maior dispersão da Porcentagem de Ações em Circulação esteve associada a um maior gerenciamento de resultados mensurado pela medida GR4, indicando que ao entrar e sair com grande rapidez do quadro social, os acionistas ficaram impossibilitados de impor um maior controle das ações dos gestores. Contudo, essa entrada e saída de acionistas foi capaz de reduzir o reporte de pequenos lucros em detrimento de pequenos prejuízos.

Já as origens estrangeira e nacional privada apresentaram-se como redutoras da prática do gerenciamento de resultados, na medida GR3, indicando que os gestores de tais firmas possuiriam incentivos para não agir oportunisticamente.

Por fim, algumas características que indicaram situações da empresa e apresentaram associação com as medidas, conforme discriminado a seguir:

- na medida GR3, a presença na bolsa de valores de Nova Iorque contribuiu para uma redução de atitudes discricionárias por parte dos gerentes, indicando que o mercado estadunidense e suas normas contábeis ofereceriam maior proteção ao investidor, o que tornaria os resultados livres da atuação oportunística dos gestores;

- na medida GR4, a não listagem em bolsa esteve associada a um maior nível de gerenciamento de resultados, já que, ao não precisar prestar maiores níveis de informações ao mercado, os gestores de empresas não listadas em bolsa teriam mais motivação para transformar pequenos prejuízos em pequenos lucros; e
- na medida GR4, diferentemente do esperado, firmas que pertencem a grupos econômicos apresentaram menor nível de gerenciamento de resultados, indicando que fazer parte de um grupo de empresas era um mecanismo mitigador do reporte de pequenos lucros em detrimento de pequenos prejuízos.

Tabela 12 - Análise de Regressão Modelo Atuação Discricionária - Amostra 2

Característica	Expectativa	Amostra 2	
		GR3 (+)	GR4 (+)
PMA	+	-0,004 (-1,510)	0,004 (1,350)
Dispersão PMA	?	-0,002 (-0,390)	0,000 (0,020)
EAC	+	0,220* (1,700)	-0,061 (-0,460)
QA	-	0,005 (0,100)	0,047 (1,070)
Dispersão QA	?	-0,014 (-0,150)	0,047 (0,390)
IRR	-	0,001 (0,880)	0,005** (2,060)
Dispersão IRR	?	0,005 (0,760)	-0,015*** (-2,710)
EP	+	-0,183* (-2,140)	0,026 (0,270)
PAC	-	-0,002 (-1,420)	0,003 (1,340)
Dispersão PAC	?	0,003* (1,670)	-0,007*** (-2,850)
AAQA	-	0,022 (0,730)	0,000 (0,000)
OCE	-	-0,618* (-2,700)	0,241 (0,690)
OCNP	?	-0,491* (-2,380)	0,059 (0,260)
OCNF	+	-0,276 (-0,870)	-0,181 (-0,660)
ADRTAM	-	-0,085* (-4,430)	-0,032 (-1,380)
NLALA	+	-0,118 (-0,680)	0,668*** (2,830)
AGCRENT	-	-0,020 (-0,250)	0,406 (0,840)
GE	+	0,076 (0,780)	-0,267** (-2,220)
	N	515	138
	Teste F	1,82***	2,63***
	R ²	7,76%	30,65%

Legenda

GR3: Medida de Gerenciamento de Resultados 3 - $|\text{Accruals Totais}| / |\text{Fluxo de Caixa Operacional}|$; GR4: Medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / Quantidade de pequenos prejuízos; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que NL assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. O modelo foi processado com variáveis de controle que não são informadas na tabela. Ver Apêndices.
 2. Entre parênteses a Estatística Z.
-

A Tabela 13 apresenta os resultados encontrados nas regressões processadas para as medidas de atuação discricionária, em que foi considerado o período de 1998 a 2010. As versões apresentaram modelo de regressão significativa, testes F significantes a 1%, e um poder explanatório satisfatório, com R^2 variando entre 5,29% e 8,63%.

Na medida em que se mensurou a prática do gerenciamento pela relação entre pequenos lucros e pequenos prejuízos, apenas a característica dispersão da Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital apresentou significância estatística, indicando o mesmo que o evidenciado nas duas amostras anteriores.

No modelo que utilizou a medida GR3, as características Porcentagem de Ações em Circulação e sua dispersão, Origem do Capital Nacional Familiar e Interação da Alavancagem Financeira com a Listagem na BM&FBovespa apresentaram-se significantes.

Era esperado que uma alta quantidade de ações disponíveis no mercado tendesse a ensejar uma menor atuação discricionária dos gerentes, mas os resultados evidenciaram o

contrário, indicando que uma pulverização de ações no mercado pode fortalecer atitudes oportunistas dos maiores acionistas, juntamente com os gerentes da firma.

Já a influência positiva encontrada para a dispersão da Porcentagem de Ações em Circulação indica que o aumento da dispersão de ações disponíveis no mercado diminui a probabilidade de os gerentes atuarem oportunisticamente, indicando que a variação da quantidade de ações disponíveis no mercado ao longo dos anos representa uma variação na alteração da composição dos acionistas, podendo resultar na entrada de acionistas com maior expertise, que podem exercer um maior controle nos atos dos gestores, e assim mitigar a prática do gerenciamento de resultados.

O capital da firma de origem familiar esteve associado a um maior nível de gerenciamento de resultados, pois os gestores de empresas familiares, que geralmente são os próprios acionistas, tendem a usar a firma para atingir seus objetivos particulares.

Por fim, a Interação da Alavancagem Financeira com a Listagem na BM&FBovespa apresentou associação positiva e significativa com a prática do gerenciamento de resultados, corroborando o que foi apresentado nas amostras anteriores.

Tabela 13 - Análise de Regressão Modelo Atuação Discricionária - Amostra 3

Característica	Expectativa	Amostra 3	
		GR3 (+)	GR4 (+)
PMA	+	0,005 (1,360)	0,000 (-0,010)
Dispersão PMA	?	-0,006 (-0,870)	0,000 (-0,070)
EAC	+	-0,161 (-1,030)	0,072 (0,850)
QA	-	-0,057 (-0,870)	-0,029 (-0,820)
Dispersão QA	?	0,044 (0,340)	0,005 (0,070)
IRR	-	0,000 (0,120)	0,003 (1,520)
Dispersão IRR	?	0,000 (0,090)	-0,007* (-1,860)
EP	+	-0,045 (-0,380)	-0,027 (-0,390)
PAC	-	0,008* (1,840)	-0,001 (-0,830)
Dispersão PAC	?	-0,006* (-1,670)	0,003 (1,320)
AAQA	-	0,058 (1,130)	0,026 (1,380)

OCE	-	-0,209 (-0,830)	-0,143 (-1,280)
OCNP	?	-0,023 (-0,150)	0,139 (1,270)
OCNF	+	0,862** (2,070)	0,219 (1,300)
ADRTAM	-	0,032 (0,430)	0,012 (0,300)
NLALA	+	0,209* (1,820)	0,162 (1,260)
AGCRENT	-	-0,105 (-1,490)	0,115 (1,490)
GE	+	0,010 (0,080)	-0,101 (-1,460)
N		849	363
Teste F		2,00***	2,01***
R ²		5,29%	8,63%

Legenda

GR3: Medida de Gerenciamento de Resultados 3 - |Accruals Totais| / |Fluxo de Caixa Operacional|; GR4: Medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / Quantidade de pequenos prejuízos; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. O modelo foi processado com variáveis de controle que não são informadas na tabela. Ver Apêndices.
2. Entre parênteses a Estatística Z.

A Tabela 14 apresenta os resultados das regressões que utilizaram a medida GR6, a qual representou o gerenciamento de resultados global. Os modelos reportados apresentaram modelo de regressão significativa, testes *F* significantes a 1% e um bom poder explanatório, com R² variando entre 17,35% e 33,89%, valendo salientar que as regressões que utilizaram a medida GR6 foram as que apresentaram melhores ajustamentos.

De todas as características que representaram o controle da firma, apenas as origens do capital apresentaram influência significativa na medida GR6. As origens nacional privado e nacional familiar e a origem estrangeira, apenas na Amostra 3, estão associadas a uma maior prática do gerenciamento de resultados global. Isso indica que nessas firmas, os gestores seriam levados a gerenciar os resultados, com o objetivo tanto de suavizar a série de lucros das firmas, quanto de usar a discricionariedade.

A existência de ações preferenciais, mais uma vez diferentemente do esperado, indicou, na Amostra 3, ser um mecanismo eficaz para a mitigação do gerenciamento de resultados global, evidenciando que os acionistas detentores de ações preferenciais, ao terem sua influência associada a posições no conselho de administração ou no comitê de auditoria, conseguem evitar que os gerentes tomem atitudes oportunistas contrárias aos interesses da firma.

Esperava-se que a Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas contribuísse para diminuir a prática do gerenciamento de resultados global, já que esse artifício garantiria maior poder de fiscalização a acionistas minoritários; mas o resultado encontrado na Amostra 3 indicou justamente o contrário. O resultado indicou que os acionistas minoritários se associaram por meio do acordo, para poder influenciar as decisões da firma, e assim buscar a maximização de sua função utilidade.

As características que indicaram situações da empresa apresentaram associação com o gerenciamento de resultados global, indicando que:

- nas amostras 2 e 3, a presença na bolsa de valores de Nova Iorque contribuiu para a mitigação da prática do gerenciamento de resultados global, já que o mercado estadunidense e suas normas contábeis ofereceriam maior proteção ao investidor, o que tornaria os resultados livres da atuação oportunística dos gestores;
- na Amostra 2, a não-listagem em bolsa esteve associada a um maior nível de gerenciamento de resultados global, já que ao não precisar prestar maiores níveis de informações ao mercado, os gestores de empresas não listadas em bolsa teriam maior motivação para agir oportunisticamente; e

- na amostra 3, diferentemente do esperado, firmas que pertence a um grupo econômico apresentaram menor nível de gerenciamento de resultados global, indicando que fazer parte de um grupo de empresas era um mecanismo mitigador do gerenciamento de resultados global.

Tabela 14 - Análise de Regressão - Modelo GR6

Característica	Expectativa	Medida GR6		
		Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	+	0,165 (0,850)	0,068 (0,410)	0,047 (0,190)
Dispersão PMA	?	-0,450 (-1,310)	-0,431 (-1,460)	-0,268 (-0,600)
EAC	+	8,944 (0,930)	-0,018 (0,000)	10,057 (0,920)
QA	-	-0,441 (-0,110)	3,025 (1,120)	0,457 (0,100)
Dispersão QA	?	5,144 (0,760)	7,471 (1,620)	1,401 (0,200)
IRR	-	-0,043 (-0,310)	0,085 (0,750)	0,244 (1,200)
Dispersão IRR	?	0,002 (0,010)	-0,353 (-1,410)	-0,176 (-0,410)
EP	+	-4,490 (-0,560)	-5,376 (-1,000)	-17,255** (-2,000)
PAC	-	0,191 (1,020)	-0,139 (-1,620)	0,105 (0,490)
Dispersão PAC	?	-0,319 (-1,540)	0,131 (1,170)	0,008 (0,030)
AAQA	-	3,631 (1,490)	-1,727 (-1,050)	4,590* (1,770)
OCE	-	1,083 (0,060)	-3,871 (-0,210)	45,372** (2,080)
OCNP	?	5,251 (0,340)	-4,361 (-0,310)	30,896*** (2,170)
OCNF	+	23,352 (1,020)	-8,653 (-0,520)	72,329*** (3,800)
ADRTAM	-	-1,626 (-0,610)	-2,500* (-1,840)	-4,075* (-1,740)
NLALA	+	19,616 (1,240)	-9,415 (-0,630)	30,560** (2,120)
AGCRENT	-	-0,333 (-0,080)	0,310 (0,010)	-14,656 (-1,580)
GE	+	-8,474 (-1,260)	1,653 (0,260)	-16,737** (-2,090)
N		204	110	301
Teste F		5,59***	2,85***	2,83***
R ²		17,35%	33,89%	19,81%

Legenda

GR6: Medida de Gerenciamento de Resultados 6 - μ das posições nas demais medidas; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade

de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. O modelo foi processado com variáveis de controle que não estão informados na tabela. Ver Apêndices.
 2. Entre parênteses a Estatística Z.
-

Nos resultados das análises de regressão evidenciadas acima, pode-se concluir que a significância das características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil pode variar a partir do modelo utilizado. Essa variação no grau de significância pode ser melhor visualizada no Quadro 5, que traz um resumo do resultado encontrado nas análises de regressão efetuadas.

As características referentes ao controle da firma - Participação do Maior Acionista no Capital, Existência de Acionista Controlador, Origem do Capital Estrangeiro, Origem do Capital Nacional Privado e Origem do Capital Nacional Familiar - de maneira geral apresentaram associação positiva com a prática do gerenciamento de resultados, indicando que os controladores das firmas, ao possuir o controle, acabam por possuir também a gestão, e tenderão a usá-la para alcançar seus objetivos pessoais.

Ainda que não presente em todos os modelos testados, a Participação do Maior Acionista no Capital e a Existência de Acionista Controlador contribuem para maiores níveis de gerenciamento de resultados; tais achados não corroboram os resultados encontrados nas pesquisas de Baptista (2008) e Coelho *et al* (2011), já que esses autores inferiram que, respectivamente, a participação do maior acionista está associada a uma redução da prática do gerenciamento de resultados, enquanto a existência de acionista controlador não impacta a prática do gerenciamento de resultados.

O resultado apresentado para as características que representaram as origens do capital, ao apresentarem associação positiva com a prática do gerenciamento de resultados, vão de encontro aos achados da pesquisa de Torres (2009), a qual inferiu não haver associação significativa entre o gerenciamento de resultados e as características representativas da origem do capital.

Há de se destacar que a característica Quantidade de Acionistas Relevantes, que também se refere ao controle da firma, não obteve significância em nenhum dos modelos utilizados.

A característica Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital esteve associada ao aumento da prática da suavização da série temporal de lucros e do reporte de pequenos lucros em detrimento de pequenos prejuízos. A característica esteve associada, ainda, a uma redução da atuação discricionária dos gestores, indicando que os investidores institucionais em atuação no Brasil, apesar de indutores de boas práticas, estão mais interessados em fluxos regulares de caixa do que no aumento da qualidade da informação contábil. Esse resultado vai de encontro às conclusões das pesquisas de Correia e Louvet (2010) e Coelho *et al* (2011), que não encontraram associação significativa entre a participação de investidores institucionais e a prática do gerenciamento de resultados.

As características associadas aos acionistas minoritários - Porcentagem de Ações em Circulação e Existência de Acordo de Acionistas - estiveram associadas ao aumento da prática do gerenciamento de resultados, ou porque possuem uma participação tão diluída que não conseguem controlar os atos dos gestores, ou porque se unem para também se beneficiar do poder na firma. Os resultados encontrados para as duas características foram diferentes dos resultados encontrados nos estudos de Correia e Louvet (2010), segundo o qual a quantidade de ações em circulação não possui associação significativa com a prática do gerenciamento de resultados, e de Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010), segundo o qual a existência de acordo de acionistas contribui para aumentar a qualidade da informação contábil.

O grupo de características que representaram situações de governança e listagem da empresa - Existência de Preferencialistas, Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts*, Listagem na BM&FBovespa, Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa e Pertence a Grupo Econômico -

foi o que apresentou a maior quantidade de associações significantes com as medidas de gerenciamento de resultados.

Existência de Preferencialistas e Pertence a Grupo Econômico foram as características que mais se associaram às medidas de gerenciamento de resultados, mas, diferentemente do que era esperado, estiveram associadas negativamente com a prática, indicando que os gestores de empresas que emitam ações preferenciais ou que façam parte de grupo econômico possuem incentivos para não gerenciar os resultados.

A característica Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* esteve associada à redução da prática do gerenciamento de resultados, indicando que, ao negociar ações no mercado estadunidense, os gestores seriam inibidos de gerenciar os resultados, no intuito de evitar problemas com os acionistas e os órgãos reguladores norte-americanos. O resultado apresentado para a característica Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* vai de encontro ao que foi encontrado na pesquisa de Lopes e Tukamoto (2007), segundo a qual o nível de gerenciamento de resultados das empresas que possuem ADR é o mesmo das demais empresas.

A Listagem na BM&FBovespa, como esperado, esteve associada ao aumento do gerenciamento de resultados, pois os seus gestores, ao não precisar prestar maiores níveis de informações aos usuários externos, tenderiam a usar a firma para atender aos seus objetivos particulares.

A característica Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa apresentou resultados contraditórios, pois em alguns modelos, a característica apresentou associação negativa com a prática do gerenciamento de resultados, enquanto em outros apresentou associação positiva. Essa associação encontrada nega os achados da pesquisa de Torres (2009), em que foi possível inferir que a adesão às boas práticas de governança corporativa não afeta o nível de gerenciamento de resultados.

Ressalta-se que as diferenças encontradas nos resultados dessa pesquisa e nas pesquisas anteriores, não necessariamente refletem erros, mas diferenças nas perspectivas (períodos de observação, empresas selecionadas, mensuração do gerenciamento de resultados, mensuração da estrutura de propriedade e abordagens metodológicas).

Quadro 5 - Resumo dos Resultados Encontrados na Análise de Regressão

Característica	Expec.	Amostra 1						Amostra 2						Amostra 3						
		G1	G2	G3	G4	G5	G6	G1	G2	G3	G4	G5	G6	G1	G2	G3	G4	G5	G6	
PMA	+	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Dispersão PMA	?	NS	NS	-	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
EAC	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS
QA	-	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Dispersão QA	?	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
IRR	-	NS	NS	-	+	NS	NS	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS
Dispersão IRR	?	NS	NS	NS	-	NS	NS	NS	NS	-	NS	-	NS	NS	NS	NS	NS	-	NS	NS
EP	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	-	-	-	NS	-	NS	NS	NS	NS	NS	NS	-	-
PAC	-	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS
Dispersão PAC	?	-	-	NS	+	NS	NS	NS	NS	+	-	+	NS	NS	NS	NS	-	NS	NS	NS
AAQA	-	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+
OCE	-	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	-	NS	NS	NS	NS	+	+	NS	NS	NS	+
OCNP	?	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	-	NS	NS	NS	NS	+	+	NS	NS	+	+
OCNF	+	NS	NS	NS	+	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+	+	+	NS	+	+
ADRTAM	-	NS	NS	NS	-	NS	NS	NS	NS	-	NS	NS	-	NS	NS	NS	NS	NS	NS	-
NLALA	+	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+	NS	NS	+	NS	+	NS	NS	NS	+
AGCRENT	-	NS	-	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	+	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
GE	+	-	-	NS	NS	-	NS	NS	NS	NS	-	NS	NS	-	-	NS	NS	-	-	-

Legenda

GR1: Medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; GR2: Medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta \text{ Accruals Totais}, \Delta \text{ Fluxo de Caixa Operacional})$; GR3: Medida de Gerenciamento de Resultados 3 - $|\text{Accruals Totais}| / |\text{Fluxo de Caixa Operacional}|$; GR4: Medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / Quantidade de pequenos prejuízos; GR5: Medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido; GR6: Medida de Gerenciamento de Resultados 6 - μ das posições nas demais medidas; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentre mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume o valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1 quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso

contrário; NS: Não Significante.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve por objetivo geral investigar a associação entre a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil e a propensão de seus gestores para praticar o gerenciamento de resultados, uma vez que a estrutura de propriedade é uma das características do ambiente institucional brasileiro que pode carecer de instrumentos adequados de governança no sentido de garantir quebra eficiente de assimetria informacional entre gestores e investidores.

Complementando o objetivo geral foram traçados os seguintes objetivos específicos: mensurar e demonstrar a prática de gerenciamento de resultados das sociedades de capital aberto do Brasil, e identificar os atributos inerentes as características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil.

Para a mensuração da prática do gerenciamento de resultados, foram utilizadas as métricas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e por Zimmerman e Gontcharov (2003). Como características da estrutura de propriedade foram utilizadas uma série de características referentes aos controladores da firma, aos investidores institucionais, aos acionistas minoritários e a situações da firma quanto a governança e negociabilidade de suas ações.

O atendimento ao primeiro objetivo específico possibilitou inferir que as empresas brasileiras que compuseram a amostra reduziram a prática do gerenciamento de resultados nas duas primeiras medidas que mensuraram a suavização de resultados, enquanto que nas demais a intensidade da prática permaneceu inalterada.

O segundo objetivo específico, que também foi atendido, demonstrou que a Participação do Maior Acionista no Capital permaneceu constante ao longo do tempo, enquanto que outros atributos ligados a outros grupos de acionistas (investidores institucionais, acionistas minoritários, dentre outros) foram fortalecendo a sua relevância nas firmas ao longo dos anos; outro fato de destaque foi a redução da Existência de Acionista Controlador e da Existência de Preferencialistas e o aumento Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa.

Esse conjunto de inferências sobre características da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil possibilita concluir que a força do grupo de controle, ou seja, do maior acionista da firma, está diminuindo, e, por conseguinte os acionistas fora do grupo de controle estão ganhando maior relevância dentro da gestão das firmas.

Por fim, o objetivo geral foi atendido por meio dos resultados da Análise de Regressão Linear Múltipla aplicada, os quais possibilitaram inferir que:

- A representação do controle da firma esteve associada ao aumento da prática do gerenciamento de resultados, indicando que os controladores das firmas no Brasil possuem também a gestão, e tendem a usá-la para alcançar objetivos pessoais;
- A associação entre Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital e a prática do gerenciamento de resultados indicou que os investidores institucionais em atuação no Brasil, apesar de indutores de boas práticas, parecem estar mais interessados em fluxos regulares de caixa do que no aumento da qualidade da informação contábil, que denotaria interesse em manter participações de longo prazo nas empresas;
- As representações dos acionistas minoritários estiveram associadas ao aumento da prática do gerenciamento de resultados, ou porque possuem uma participação tão diluída que não conseguem controlar os atos dos gestores, ou porque se unem para também se beneficiar do poder na firma; e
- O grupo de características que representaram situações de governança e listagem da empresa apresentou diversas associações significantes; destas destacam-se:
 - Existência de Preferencialistas, Pertence a Grupo Econômico e Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* estiveram associadas a uma redução da prática do gerenciamento de resultados;
 - A Listagem na BM&FBovespa esteve associada ao aumento do gerenciamento de resultados; e
 - A Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa apresentou resultados contraditórios, pois em alguns modelos, a característica apresentou associação negativa com a prática do

gerenciamento de resultados, enquanto em outros apresentou associação positiva.

Com os resultados evidenciados na pesquisa pode-se perceber que determinadas características da estrutura de propriedade estiveram positivamente associadas à prática do gerenciamento de resultados nas sociedades de capital aberto do Brasil, enquanto que outras características estiveram negativamente associadas com a prática.

Com tais resultados, não se pode rejeitar a hipótese de que o nível de gerenciamento de resultados contábeis nas sociedades de capital aberto do Brasil é significativamente afetado pelas respectivas estruturas de propriedade.

Por fim, sugere-se, para pesquisas futuras, o acréscimo de outras características das firmas que poderiam afetar a prática do gerenciamento de resultados e a qualidade da informação contábil, a exemplo das informações referentes à composição e funcionamento do conselho de administração e de comitês, da empresa de auditoria e do nível de *disclosure* da firma, bem como a inserção de outras medidas que possam mensurar a prática do gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D.M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **RBE**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.
- 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**, v. 1, n. 2, p. 89-116, 2008
- ALMEIDA, J.E.F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. 174 p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ALMEIDA, J.E.F.; ALMEIDA, J.C.G. Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 62-74, mai./ago. 2009.
- BAÍÁ, E.S. **Expropriação e Governança Corporativa**: definição do potencial de expropriação dos acionistas controladores e correlação com os mecanismos de governança corporativa. 2010. 147p. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- BAPTISTA, E.M.B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 2008. 304 p. Tese (Doutorado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.
- BARTH, M.E.; LANDSMAN; W.R; LANG, M.H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.
- BOZEC, Y. Ownership Concentration, Separation of Voting Rights from Cash Flow Rights, and Earnings Management: An Empirical Study in Canada. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 25, n. 1, p. i-xv, 2008.
- BUSHMAN, R.M.; SMITH, A.J. Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. **Economic Policy Review**, p. 65-87, april 2003.
- CHEN, K.Y; ELDER, R.J; HUNG, S. The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 3 p. 193-211, 2010.
- COASE. R.H. The nature of the firm (1937). In.: WILLIANSO, O. E.; MASTEN, S. E. **The economics of transaction costs**. Northampton: Edward Elgar Publishing, 1999.
- COELHO, A.C.D. **Qualidade informacional e Conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil**. 2007. 240 p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

- COELHO, A.C.D.; LOPES, A. B. Avaliação da Prática de Gerenciamento de Resultados na Apuração de Lucro por Companhias Abertas Brasileiras conforme seu Grau de Alavancagem Financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, 2ª. Edição Especial, p. 121-144, 2007.
- COELHO, A.C.D.; LOPES, A.B.; BHIMANI, A.; TRAPP, A. The Supervisory Board as an Alternative Corporate Governance Mechanism: Evidence from Brazil. In: ANNUAL CONGRESS EAA, 34., Roma. **Anais...** Bruxelas: EAA, 2011.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Conceitual Básico - Estrutura Conceitual**. Disponível em: < <http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php> >. Acesso em 20 jul. 2011.
- CORREIA, L.F.; LOUVET, P. O Relacionamento entre a Governança das Empresas e a Qualidade das suas Informações Financeiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 34., Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.
- CRISÓSTOMO, V. L. **Inversión, Restricción Financiera y Estructura de Propiedad en Brasil**. 1. ed. Saarbrücken: Editorial Académica Española (LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG), 2011.
- DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G.; SWEENEY, A.P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, p. 2, p. 193-225, apr. 1995.
- DECHOW, P.M.; SKINNER, D. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practioners and regulators. **Accounting Horizons**, v.14, n.2, p.235 - 250, jun. 2000.
- DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n.2-3, p. 344-401, december 2010.
- ELGERS, P.T.; PFEIFFER JR, R.J; PORTER, S.L. Anticipatory income smoothing: a re-examination. **Journal of Accounting and Economics**, v. 35, n. 3, p 405-422, 2003.
- FÁVERO, L.P.; BELFIORE, P.; SILVA, F.L.; CHAN, B.L. **Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.
- FIELDS, T.D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, set. 2001.
- FORMIGONI, H.; PAULO, E.; PEREIRA, C.A. Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras. In: ANPCONT, 1, 2007, Gramado. **Anais...**, São Paulo: ANPCONT, 2007.
- GODOY, P.; MARCON, R. Teoria da agência e os conflitos organizacionais: a influência das transferências e das promoções nos custos de agência em uma instituição bancária. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n.4 , p. 168-210, 2006.

- GRAMLICH, J.B.; McANALLY, M.L.; THOMAS, J. Balance Sheet Management: The Case of Short-Term Obligations Reclassified as Long-Term Debt. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 2, 283-295, 2001.
- GRAVA, J. W. **A anatomia da Governança Corporativa no Brasil e o desempenho econômico da firma**: uma análise estatística exploratória das empresas de capital aberto no período de 1997 a 2000. 2004. 198 p. Tese (Doutorado em Economia). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- GUJARATI, D.M. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2006.
- GUNNY, K. **What Are the Consequences of Real Earnings Management?** Working Papers, september 2005. Disponível em: < <http://papers.ssrn.com> >. Acesso em: 01 mai. 2011.
- HEALY, P.M.; WHAHLEN, J.M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13 p. 365-383, 1999.
- HENDRIKSEN, E.S.; BREDA, M.F.V. **Teoria da contabilidade**. Tradução por Antônio Zoratto Sanvicente. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- HSU, G. C; KOH, P.S. Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia. **Corporate Governance**, v. 13, n. 6, p. 809-823, november 2005.
- ITURRIAGA, F.JL.; CRISÓSTOMO, V.L. Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.
- IUDICIBUS, S.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 38, p. 7-19, 2005.
- JALIL, A.A.; RAHMAN, R.A. Institutional investors and earnings management: Malaysian evidence. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 8, n. 2, 2010.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs of and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, pp. 4-19, 1994.
- JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193 - 228, 1991.
- JOUBER, H.; FAKHFAKH, H. Earnings management and board oversight: an international comparison. **Managerial Auditing Journal**, v. 27, n. 1, p. 66-86, 2012.
- KANAGARETNAM, K.; LOBO, G. J.; YANG, D.H. Joint Tests of Signaling and Income Smoothing through Bank Loan Loss Provisions. **Contemporary Accounting Research**, v. 21, n. 4, p. 843-884, 2004.

- KIM, J.; YI, C.H. Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea. **Contemporary Accounting Research**, v. 23, n. 2, p 427-464, 2006.
- KLEIN, B. Contracting cost and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-373, 1983.
- LA PORTA , R.; LOPEZ-DE-SINALES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LEAL, R.P.C.; SILVA, A.L.C.; VALADARES, S.M. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P.D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 505 - 527, 2003.
- LOPES, A.B. **The Relation Between Firm-Specific Corporate Governance, Cross Listing and the Informativeness of Accounting Numbers in Brazil**. 2008. 184p. Tese (Doutorado em Accounting and Finance). Manchester Business School, Manchester, 2008.
- LOPES, A.B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. 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**, v. 42, n. 1, p. 86 - 96, 2007.
- MARTINEZ, A.L. Agency Theory na Pesquisa Contábil. In: ENANPAD, 22, 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...**, Rio de Janeiro: ANPAD, 1998.
- MARTINEZ, A.L. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 154p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- MARTINS, G.A.; THÉOPHILO, C.R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Editora Atlas, 2009.
- MOHANRAM, P.S. **How to manage earnings management?** Accountig World, 2003. Disponível em: < <http://papers.ssrn.com> >. Acesso em: 01 mai. 2011.
- MONSNA, K. Repensando a escolha racional e a teoria da agência: fazendeiros de gado e capatazes no século XIX. **Revista Brasileira de Ciências Jurídicas**, v. 15, n. 43, p. 83-114, 2000.
- MULFORD, C.W.; COMISKEY, E.E. **The financial numbers game: detecting creative accounting practices**. New York: John Willey Trade, 2002.

NARDI, P.C.C. **Gerenciamento de resultados contábeis e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto**. 2008. 126 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

OLIVEIRA, E. Total de lucros das cias abertas cresce 18,48% em 2010. **EXAME.COM**, São Paulo, 23 ago. 2011. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/total-de-lucros-das-cias-abertas-cresce-18-48-em-2010> >. Acesso em: 14 set. 2011.

OKIMURA, R.T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PARFET, W.U. Accounting subjectivity and earnings management: a preparer perspective. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 4, p. 481-488, 2000.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 260p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PIRES, R.G. **A informação contábil e a teoria da agência: um estudo da assimetria informacional em companhias abertas, listadas no novo mercado da Bovespa**. 2008. 120 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2008.

RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M.; JIAMBALVO, J. **Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?** Working paper, 1999. Disponível em: < <http://papers.ssrn.com> >. Acesso em: 01 mai. 2011.

RODRIGUES, A; PAULO, E.; CARVALHO, L.N. Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas. **Revista de Administração - USP**, v. 42, n. 2, p. 216-226, 2007.

ROGERS, P; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. Impacto de Fatores Macroeconômicos nas Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Administração (USP)**, v. 42 n.3, 2007.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SADKA, G. The Economic Consequences of Accounting Fraud in Product Markets: Theory and a Case from the US Telecommunications Industry (WorldCom). **American Law and Economics Review**, v. 8, n. 3, p. 439-475, 2006.

SANDRIN, R.A.; SOARES, R.O. Gerenciamento de Resultados Contábeis e ADR's na América Latina. In: ENANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...**, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

SANTOS, D.T. **Objetivo da firma e crescimento**: um estudo em empresas de base tecnológica. 2007. 88 p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção). Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2007.

SARLO NETO, A.; LOPES, A.B.; DALMÁCIO, F.Z. a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. **BASE - REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNISINOS**, v. 7, n. 4, p. 301-314, 2010.

SARLO NETO, A. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 180p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SARLO NETO, A.; RODRIGUES, A.; ALMEIDA, J.E.F. Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 54, p. 6-22, 2010.

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

SILVA, A.L.C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p.348-361, 2004.

SILVEIRA, A.D.M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250p. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

TORRES, D. **Fatores determinantes do alisamento de lucros**: um estudo empírico na Bovespa (2007). 2009. 110p. Dissertação (Mestrado em Administração Estratégica). Universidade de Salvador, Salvador, 2009.

TRAPP, A.C.G. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. 133p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

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**. 2004. 135p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

ZIMMERMANN, J.; GONTCHAROV, I. **Do accounting standards influence the level of earnings management?** Evidence from Germany. Working Paper n.41, 2003. Disponível em: < www.ssrn.com >. Acesso em: 20 out. 2003.

Apêndice 1 - Análise de Correlação

Característica	GR1			GR2			GR3		
	Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3	Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3	Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	-0,024	0,075*	-0,001	-0,065*	0,005	-0,034	0,036	-0,116***	-0,010
Dispersão PMA	-0,018	0,014	0,031	0,013	-0,015	0,031	-0,075**	0,009	-0,054
EAC	0,034	0,086**	0,036	-0,038	0,036	-0,058*	-0,025	-0,042	-0,048
QA	-0,035	-0,053	-0,058*	0,018	-0,036	0,004	0,004	0,101**	0,028
Dispersão QA	-0,021	-0,045	-0,010	0,048	-0,053	0,021	-0,042	0,060	-0,006
IRR	-0,017	-0,020	-0,030	0,026	0,067	-0,015	-0,063*	0,035	-0,005
Dispersão IRR	-0,038	0,013	-0,020	0,060	0,110**	0,064*	-0,024	0,052	-0,022
EP	0,067*	0,158***	0,081**	0,042	0,125***	0,045	0,012	-0,070	-0,053
PAC	0,077**	-0,077*	0,005	0,021	-0,026	0,016	0,040	0,025	0,068**
Dispersão PAC	0,130***	-0,046	0,064*	0,080**	-0,019	0,025	-0,035	0,020	-0,026
AAQA	-0,013	0,001	-0,011	-0,012	0,006	0,011	-0,045	0,071	0,039
OCE	-0,001	-0,014	0,002	-0,020	-0,032	-0,064*	-0,006	-0,015	-0,025
OCNE	0,022	0,019	0,043	0,029	0,035	0,039	0,020	0,057	-0,003
OCNP	-0,005	-0,006	-0,037	-0,021	-0,004	-0,009	-0,030	-0,064	-0,031
OCNF	-0,008	0,006	-0,035	0,034	0,006	-0,001	0,040	0,069	0,093***
ADRTAM	0,017	-0,023	0,028	-0,006	0,014	0,002	0,082**	-0,055	0,016
NLALA	-0,019	0,012	-0,103***	-0,066*	0,021	-0,002	0,046	-0,063	0,003
AGCRENT	-0,021	-0,025	-0,016	0,006	0,001	0,011	0,016	-0,015	-0,012
GE	0,180***	-0,062	0,107***	0,146***	-0,008	0,057	-0,004	0,084*	0,029

Característica	GR4			GR5			GR6		
	Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3	Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3	Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	0,060	0,122	0,076	0,003	-0,088*	0,003	0,146**	-0,067	-0,012
Dispersão PMA	-0,040	0,022	-0,070	0,054	-0,050	0,000	-0,103	0,017	-0,102*
EAC	0,036	-0,022	0,064	0,017	-0,072	-0,027	0,123*	-0,134	-0,042
QA	-0,088	-0,036	-0,070	0,022	0,112**	0,065*	-0,058	0,133	0,086
Dispersão QA	-0,083	-0,032	-0,061	0,096**	-0,040	0,020	-0,054	0,074	-0,026
IRR	0,046	0,069	0,029	-0,082**	0,021	-0,017	-0,048	0,072	0,026
Dispersão IRR	-0,124**	-0,122	-0,086	-0,057	-0,087**	-0,056	-0,069	0,013	-0,082
EP	-0,013	-0,024	-0,005	0,030	-0,123***	-0,084**	-0,064	0,029	-0,112*
PAC	0,010	0,001	-0,004	-0,030	-0,006	0,034	-0,015	-0,003	0,050
Dispersão PAC	0,093	-0,106	0,060	-0,061	0,058	0,019	-0,126*	0,016	0,040
AAQA	-0,082	-0,015	0,013	0,035	0,013	0,034	0,010	0,062	0,135**
OCE	-0,114*	0,088	-0,080	-0,070*	0,012	-0,035	-0,017	0,092	0,052
OCNE	0,048	0,069	0,056	0,010	0,001	-0,003	0,027	0,067	-0,017
OCNP	0,019	-0,070	0,000	0,005	-0,021	-0,001	-0,025	-0,069	-0,064
OCNF	0,040	-0,041	0,023	0,064	0,020	0,077**	0,028	-0,042	0,111*
ADRTAM	-0,060	-0,100	0,016	0,009	-0,005	-0,012	-0,061	-0,114	-0,064
NLALA	-0,003	0,082	-0,009	-0,007	-0,016	0,023	0,087	0,027	0,004
AGCRENT	0,034	0,012	0,031	0,003	0,058	0,039	0,066	0,015	0,018
GE	-0,034	-0,168**	-0,068	-0,187***	-0,023	-0,110***	-0,122*	0,129	-0,058

Legenda

GR1: Medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; GR2: Medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta$ Accruals Totais, Δ Fluxo de Caixa Operacional); GR3: Medida de Gerenciamento de Resultados 3 - $|\text{Accruals Totais}| / |\text{Fluxo de Caixa Operacional}|$; GR4: Medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / Quantidade de pequenos prejuízos; GR5: Medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido; GR6: Medida de Gerenciamento de Resultados 6 - μ das posições nas demais medidas; PMA: Participação do Maior Acionista

no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Apêndice 2 - Análise de Regressão - Modelo GR1 Completo

Característica	Expectativa	Medida GR1		
		Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	-	0,000 (0,100)	0,000 (-0,020)	0,000 (-0,230)
Dispersão PMA	?	-0,001 (-0,490)	0,001 (0,520)	0,000 (0,230)
EAC	-	0,028 (0,630)	0,032 (0,520)	-0,003 (-0,080)
QA	+	-0,003 (-0,170)	0,000 (-0,020)	-0,018 (-1,050)
Dispersão QA	?	-0,023 (-0,640)	-0,047 (-1,170)	-0,017 (-0,460)
IRR	+	-0,001 (-0,730)	0,000 (-0,320)	0,000 (0,620)
Dispersão IRR	?	-0,001 (-0,600)	0,001 (0,300)	-0,002 (-1,400)
EP	-	0,040 (1,030)	0,120*** (2,620)	0,041 (1,110)
PAC	+	0,000 (-0,350)	-0,001 (-0,920)	0,000 (-0,220)
Dispersão PAC	?	0,003*** (2,710)	-0,001 (-1,360)	0,001 (1,360)
AAQA	+	-0,006 (-0,500)	0,019 (1,360)	0,005 (0,420)
OCE	+	-0,026 (-0,290)	-0,140 (-1,070)	-0,237** (-2,090)
OCNP	?	-0,040 (-0,490)	-0,159 (-1,300)	-0,262*** (-2,630)
OCNF	-	-0,026 (-0,250)	-0,164 (-1,140)	-0,322*** (-2,840)
ADRTAM	+	-0,008 (-0,710)	-0,018 (-0,980)	0,003 (0,260)
NLALA	-	-0,020 (-0,470)	-0,077 (-1,240)	-0,159*** (-3,740)
AGCRENT	+	-0,015 (-0,430)	-0,046 (-1,360)	0,011 (0,380)
GE	-	0,206*** (5,120)	-0,029 (-0,580)	0,160*** (4,420)
TAM	?	-0,039* (-1,680)	-0,015 (-0,750)	-0,067*** (-3,580)
ALA	?	0,044 (1,630)	0,070 (1,340)	0,079*** (2,710)
RENT	?	-0,020 (-0,990)	0,024 (1,100)	-0,031* (-1,830)
SETOR ALIMENTOS	?	0,016 (0,150)	-0,041 (-0,400)	-0,060 (-0,830)
SETOR COMÉRCIO	?	-0,088 (-1,100)	-0,187 (-1,530)	-0,103 (-1,080)
SETOR CONTRUÇÃO	?	-0,243*** (-3,820)	-0,218** (-2,310)	-0,194*** (-2,830)
SETOR ENÉRGIA ELÉTRICA	?	0,013 (0,180)	-0,240*** (-2,740)	-0,071 (-1,100)
SETOR EXTRAÇÃO	?	0,002 (0,020)	-0,157 (-1,040)	-0,014 (-0,140)
SETOR MÁQUINAS	?	-0,113 (-1,370)	-0,288*** (-2,660)	-0,167** (-2,460)
SETOR METALURGIA	?	0,019 (0,270)	-0,005 (-0,050)	-0,060 (-0,970)

SETOR PAPEL	?	0,011 (0,100)	0,197* (1,760)	0,046 (0,460)
SETOR PETROQUÍMICO	?	0,134* (1,720)	-0,151 (-1,550)	0,022 (0,310)
SETOR SANEAMENTO	?	0,212 (1,520)	-0,293** (-2,110)	-0,060 (-0,510)
SETOR SERV. GERAIS	?	-0,108 (-1,360)	-0,102 (-1,160)	-0,106 (-1,550)
SETOR TRANSPORTES	?	0,166** (2,040)	-0,110 (-1,050)	0,119 (1,210)
SETOR TELECOMIN.	?	0,056 (0,830)	0,066 (0,640)	-0,069 (-1,020)
SETOR TÊXTIL	?	-0,063 (-0,820)	-0,080 (-0,910)	-0,006 (-0,100)
CONSTANTE	?	0,635*** (3,540)	1,013*** (5,260)	1,178*** (7,740)
N		697	521	830
Teste F		3,89***	2,76***	3,79***
R ²		11,62%	11,34%	9,83%

Legenda

GR1: medida de Gerenciamento de Resultados 1 - σ Lucro Operacional / σ Fluxo de Caixa Operacional; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. Entre parênteses a Estatística Z.

Apêndice 3 - Análise de Regressão - Modelo GR2 Completo

Característica	Expectativa	Medida GR2		
		Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	-	-0,001 (-0,450)	-0,003 (-1,650)	0,000 (0,160)
Dispersão PMA	?	-0,001 (-0,540)	-0,003 (-0,920)	0,000 (-0,080)
EAC	-	-0,039 (-0,690)	0,049 (0,660)	-0,114** (-2,110)
QA	+	-0,012 (-0,530)	-0,031 (-1,280)	-0,024 (-1,190)
Dispersão QA	?	0,015 (0,280)	-0,091* (-1,750)	-0,012 (-0,270)
IRR	+	-0,001 (-0,750)	0,001 (0,710)	-0,001* (-1,780)
Dispersão IRR	?	0,003 (0,980)	0,009** (2,110)	0,004 (1,420)
EP	-	0,033 (0,830)	0,124* (2,290)	0,060 (1,540)
PAC	+	-0,001* (-1,800)	-0,001 (-0,720)	0,001 (0,880)
Dispersão PAC	?	0,002* (1,940)	-0,001 (-0,740)	-0,001 (-0,690)
AAQA	+	-0,012 (-0,810)	0,022 (1,370)	0,008 (0,550)
OCE	+	-0,145 (-1,160)	-0,199 (-1,130)	-0,372*** (-3,250)
OCNP	?	-0,130 (-1,090)	-0,209 (-1,320)	-0,299*** (-2,710)
OCNF	-	-0,079 (-0,510)	-0,222 (-1,130)	-0,311** (-2,320)
ADRTAM	+	-0,016 (-1,320)	-0,001 (-0,020)	-0,004 (-0,310)
NLALA	-	-0,040 (-1,180)	0,072 (0,810)	-0,029 (-0,430)
AGCRENT	+	0,057* (1,870)	-0,044 (-1,060)	0,035 (1,290)
GE	-	0,155*** (4,100)	-0,019 (-0,320)	0,107*** (2,940)
TAM	?	-0,022 (-0,910)	-0,021 (-0,730)	-0,056** (-2,390)
ALA	?	0,021 (0,750)	-0,040 (-0,530)	0,040 (1,090)
RENT	?	-0,015 (-0,690)	0,037 (1,430)	-0,026 (-1,090)
SETOR ALIMENTOS	?	-0,170* (-1,930)	-0,048 (-0,350)	-0,127 (-1,640)
SETOR COMÉRCIO	?	-0,150* (-1,790)	-0,191 (-1,390)	-0,141* (-1,780)
SETOR CONTRUÇÃO	?	-0,176** (-2,200)	-0,146 (-1,280)	-0,185** (-2,930)
SETOR ENÉRGIA ELÉTRICA	?	-0,017 (-0,170)	-0,217** (-1,980)	-0,093 (-1,340)
SETOR EXTRAÇÃO	?	-0,152 (-1,420)	0,060 (0,250)	0,051 (0,300)
SETOR MÁQUINAS	?	-0,181** (-2,250)	-0,215* (-1,810)	-0,157 (-2,300)
SETOR METALURGIA	?	-0,035 (-0,410)	-0,094 (-0,760)	-0,028** (-0,380)

SETOR PAPEL	?	-0,089	0,444**	0,080
		(-0,740)	(2,440)	(0,600)
SETOR	?	-0,111	-0,166	-0,124*
PETROQUÍMICO	?	(-1,400)	(-1,270)	(-1,910)
SETOR	?	-0,088	-0,321*	-0,186
SANEAMENTO	?	(-0,820)	(-1,720)	(-1,600)
SETOR SERV.	?	-0,098	-0,051	-0,053
GERAIS	?	(-0,880)	(-0,300)	(-0,480)
SETOR	?	-0,029	-0,201*	-0,071
TRANSPORTES	?	(-0,330)	(-1,710)	(-0,890)
SETOR	?	0,005	0,199	0,000
TELECOMIN.	?	(0,060)	(1,330)	(0,000)
SETOR TÊXTIL	?	-0,095	-0,015	-0,006
		(-1,010)	(-0,110)	(-0,080)
CONSTANTE	?	-0,474**	-0,036	-0,090
		(-2,090)	(-0,130)	(-0,390)
N		669	519	801
Teste F		1,90***	2,35***	2,88***
R ²		8,75%	12,36%	7,75%

Legenda

GR2: medida de Gerenciamento de Resultados 2 - $\rho(\Delta Accruals \text{ Totais}, \Delta \text{ Fluxo de Caixa Operacional})$; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. Entre parênteses a Estatística Z.

Apêndice 4 - Análise de Regressão - Modelo GR3 Completo

Característica	Expectativa	Medida GR3		
		Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	+	0,009*** (2,780)	-0,004 (-1,510)	0,005 (1,360)
Dispersão PMA	?	-0,013** (-2,080)	-0,002 (-0,390)	-0,006 (-0,870)
EAC	+	-0,220 (-1,300)	0,220* (1,700)	-0,161 (-1,030)
QA	-	0,093 (1,370)	0,005 (0,100)	-0,057 (-0,870)
Dispersão QA	?	0,043 (0,350)	-0,014 (-0,150)	0,044 (0,340)
IRR	-	-0,005** (-2,140)	0,001 (0,880)	0,000 (0,120)
Dispersão IRR	?	0,010 (1,540)	0,005 (0,760)	0,000 (0,090)
EP	+	0,087 (0,760)	-0,183* (-2,140)	-0,045 (-0,380)
PAC	-	0,009 (1,430)	-0,002 (-1,420)	0,008* (1,840)
Dispersão PAC	?	-0,006 (-1,170)	0,003* (1,670)	-0,006* (-1,670)
AAQA	-	-0,053 (-1,220)	0,022 (0,730)	0,058 (1,130)
OCE	-	-0,078 (-0,250)	-0,618* (-2,700)	-0,209 (-0,830)
OCNP	?	0,055 (0,210)	-0,491* (-2,380)	-0,023 (-0,150)
OCNF	+	0,359 (0,840)	-0,276 (-0,870)	0,862** (2,070)
ADRTAM	-	0,115 (1,570)	-0,085* (-4,430)	0,032 (0,430)
NLALA	+	0,241*** (3,070)	-0,118 (-0,680)	0,209* (1,820)
AGCRENT	-	0,010 (0,110)	-0,020 (-0,250)	-0,105 (-1,490)
GE	+	0,045 (0,370)	0,076 (0,780)	0,010 (0,080)
TAM	?	0,075 (1,090)	0,047 (1,370)	0,065 (1,130)
ALA	?	-0,162*** (-3,090)	0,053 (0,300)	-0,215** (-2,550)
RENT	?	0,041 (0,950)	-0,027 (-0,850)	0,069 (1,610)
SETOR ALIMENTOS	?	0,484* (1,750)	0,183 (0,980)	0,170 (0,610)
SETOR COMÉRCIO	?	-0,047 (-0,220)	-0,005 (-0,030)	0,113 (0,450)
SETOR CONTRUÇÃO	?	0,341 (1,450)	0,256 (1,230)	0,377 (1,430)
SETOR ENÉRGIA ELÉTRICA	?	0,011 (0,060)	-0,098 (-0,610)	-0,269 (-1,530)
SETOR EXTRAÇÃO	?	-0,615*** (-2,690)	-0,227 (-0,690)	-0,515** (-2,050)
SETOR MÁQUINAS	?	0,280 (0,810)	0,221 (0,950)	0,374 (1,130)
SETOR METALURGIA	?	-0,019 (-0,080)	0,310 (1,340)	0,049 (0,230)

SETOR PAPEL	?	-0,598*** (-3,330)	-0,181 (-1,110)	-0,100 (-0,260)
SETOR PETROQUÍMICO	?	0,188 (0,790)	0,083 (0,350)	-0,042 (-0,210)
SETOR SANEAMENTO	?	0,063 (0,190)	-0,215 (-0,940)	-0,359 (-1,490)
SETOR SERV. GERAIS	?	0,151 (0,560)	0,102 (0,530)	-0,056 (-0,240)
SETOR TRANSPORTES	?	0,071 (0,260)	-0,063 (-0,400)	0,220 (0,690)
SETOR TELECOMIN.	?	0,255 (1,230)	0,064 (0,370)	-0,173 (-0,890)
SETOR TÊXTIL	?	0,012 (0,050)	0,125 (0,630)	0,188 (0,840)
CONSTANTE	?	-0,145 (-0,250)	1,084** (2,470)	0,585 (1,300)
N		699	515	849
Teste F		2,76***	1,82***	2,00***
R ²		6,93%	7,76%	5,29%

Legenda

GR3: medida de Gerenciamento de Resultados 3 - $|Accruals\ Totais| / |Fluxo\ de\ Caixa\ Operacional|$; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. Entre parênteses a Estatística Z.

Apêndice 5 - Análise de Regressão - Modelo GR4 Completo

Característica	Expectativa	Medida GR4		
		Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	+	-0,001 (-0,540)	0,004 (1,350)	0,000 (-0,010)
Dispersão PMA	?	0,005 (1,060)	0,000 (0,020)	0,000 (-0,070)
EAC	+	0,029 (0,290)	-0,061 (-0,460)	0,072 (0,850)
QA	-	-0,029 (-0,880)	0,047 (1,070)	-0,029 (-0,820)
Dispersão QA	?	-0,085 (-1,370)	0,047 (0,390)	0,005 (0,070)
IRR	-	0,004** (2,030)	0,005** (2,060)	0,003 (1,520)
Dispersão IRR	?	-0,009** (-2,040)	-0,015*** (-2,710)	-0,007* (-1,860)
EP	+	-0,008 (-0,110)	0,026 (0,270)	-0,027 (-0,390)
PAC	-	-0,003 (-1,470)	0,003 (1,340)	-0,001 (-0,830)
Dispersão PAC	?	0,004** (2,250)	-0,007*** (-2,850)	0,003 (1,320)
AAQA	-	-0,022 (-1,010)	0,000 (0,000)	0,026 (1,380)
OCE	-	-0,056 (-0,490)	0,241 (0,690)	-0,143 (-1,280)
OCNP	?	0,254** (2,250)	0,059 (0,260)	0,139 (1,270)
OCNF	+	0,383** (2,100)	-0,181 (-0,660)	0,219 (1,300)
ADRTAM	-	-0,043** (-2,380)	-0,032 (-1,380)	0,012 (0,300)
NLALA	+	0,119 (0,760)	0,668*** (2,830)	0,162 (1,260)
AGCRENT	-	0,074* (1,740)	0,406 (0,840)	0,115 (1,490)
GE	+	-0,069 (-0,930)	-0,267** (-2,220)	-0,101 (-1,460)
TAM	?	0,032 (1,030)	0,052 (0,920)	0,029 (1,000)
ALA	?	-0,136 (-0,890)	-0,715*** (-3,000)	-0,220* (-1,830)
RENT	?	0,010 (0,310)	-0,002 (-0,070)	0,004 (0,150)
SETOR ALIMENTOS	?	0,368 (1,540)	0,240 (1,280)	0,216 (1,330)
SETOR COMÉRCIO	?	-0,006 (-0,040)	0,280 (0,870)	0,036 (0,150)
SETOR CONTRUÇÃO	?	0,045 (0,340)	0,385 (1,580)	0,156 (0,870)
SETOR ENÉRGIA ELÉTRICA	?	0,192 (1,510)	0,153 (0,620)	0,018 (0,130)
SETOR EXTRAÇÃO	?	(excluído)	0,512** (2,580)	0,357* (1,660)
SETOR MÁQUINAS	?	0,157 (0,920)	-0,138 (-0,610)	0,124 (0,780)
SETOR METALURGIA	?	-0,064 (-0,630)	-0,218 (-1,190)	-0,074 (-0,610)

SETOR PAPEL	?	-0,009 (-0,070)	-0,033 (-0,160)	-0,148 (-1,120)
SETOR PETROQUÍMICO	?	-0,068 (-0,580)	0,246 (1,120)	0,010 (0,070)
SETOR SANEAMENTO	?	0,732*** (3,080)	0,325 (1,190)	0,453 (1,530)
SETOR SERV. GERAIS	?	0,138 (0,860)	0,358* (1,870)	0,001 (0,010)
SETOR TRANSPORTES	?	0,252 (1,080)	0,221 (1,010)	0,154 (0,680)
SETOR TELECOMIN.	?	0,290* (1,820)	0,119 (0,460)	0,214 (1,240)
SETOR TÊXTIL	?	0,191 (1,210)	0,187 (0,820)	0,100 (0,720)
CONSTANTE	?	-0,087 (-0,330)	-0,308 (-0,870)	0,057 (0,200)
N		269	138	363
Teste F		2,03***	2,63***	2,01***
R ²		17,61%	30,65%	8,63%

Legenda

GR4: medida de Gerenciamento de Resultados 4 - Quantidade de pequenos lucros / QPJ: Quantidade de pequenos prejuízos; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. Entre parênteses a Estatística Z.

Apêndice 6 - Análise de Regressão - Modelo GR5 Completo

Característica	Expectativa	Medida GR5		
		Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	+	0,001 (0,190)	-0,007 (-0,940)	0,005 (1,120)
Dispersão PMA	?	0,003 (0,280)	-0,001 (-0,090)	0,008 (0,840)
EAC	+	0,158 (0,660)	0,298 (0,960)	0,165 (0,750)
QA	-	-0,013 (-0,140)	0,207 (1,780)	0,156 (1,540)
Dispersão QA	?	0,422 (2,120)	-0,180 (-0,870)	-0,044 (-0,230)
IRR	-	-0,001 (-0,160)	0,006 (1,360)	0,000 (-0,090)
Dispersão IRR	?	-0,010 (-0,980)	-0,013 (-1,190)	-0,003 (-0,280)
EP	+	0,005 (0,020)	-0,625*** (-2,810)	-0,370* (-1,920)
PAC	-	0,001 (0,120)	-0,005 (-1,350)	-0,002 (-0,380)
Dispersão PAC	?	-0,006 (-1,190)	0,012** (2,090)	0,004 (0,730)
AAQA	-	0,082 (1,140)	-0,107 (-1,390)	-0,007 (-0,110)
OCE	-	0,094 (0,180)	0,298 (0,500)	0,533 (1,280)
OCNP	?	0,922 (2,190)	0,481 (1,050)	0,977*** (3,150)
OCNF	+	1,555*** (2,550)	0,404 (0,610)	1,631*** (3,260)
ADRTAM	-	0,025 (0,510)	-0,044 (-0,750)	-0,018 (-0,450)
NLALA	+	-0,063 (-0,380)	-0,082 (-0,280)	0,136 (0,640)
AGCRENT	-	0,019 (0,090)	0,350*** (2,630)	0,271 (2,850)
GE	+	-1,315*** (-6,050)	-0,310 (-1,310)	-0,925*** (-5,160)
TAM	?	0,442*** (4,960)	0,223** (2,550)	0,495*** (7,300)
ALA	?	-0,005 (-0,050)	0,142 (0,530)	-0,088 (-0,770)
RENT	?	-0,028 (-0,390)	-0,097 (-1,310)	-0,010 (-0,140)
SETOR ALIMENTOS	?	0,630 (1,390)	1,162** (2,330)	0,731** (1,910)
SETOR COMÉRCIO	?	0,401 (0,990)	0,737 (1,180)	0,387 (1,060)
SETOR CONTRUÇÃO	?	1,692*** (3,940)	1,305*** (2,930)	1,471*** (4,120)
SETOR ENERGIA ELÉTRICA	?	0,672* (1,680)	1,197*** (2,710)	0,239 (0,730)
SETOR EXTRAÇÃO	?	-0,133 (-0,220)	-0,046 (-0,040)	-0,444 (-0,800)
SETOR MÁQUINAS	?	0,703* (1,690)	1,454** (2,520)	0,811* (1,930)
SETOR METALURGIA	?	0,485 (1,450)	0,589 (1,280)	0,367 (1,320)

SETOR PAPEL	?	-0,116 (-0,260)	0,091 (0,210)	-0,036 (-0,070)
SETOR PETROQUÍMICO	?	0,088 (0,240)	1,563*** (2,590)	0,286 (0,930)
SETOR SANEAMENTO	?	0,325 (0,500)	1,078* (1,890)	0,669 (1,240)
SETOR SERV. GERAIS	?	1,207** (2,170)	0,422 (0,920)	0,697* (1,900)
SETOR TRANSPORTES	?	-0,434 (-1,330)	0,622 (1,370)	0,126 (0,280)
SETOR TELECOMIN.	?	0,145 (0,420)	0,252 (0,570)	0,567 (1,580)
SETOR TÊXTIL	?	0,554 (1,310)	0,705 (1,480)	0,111 (0,360)
CONSTANTE	?	-0,306 (-0,370)	0,590 (0,630)	-1,311* (-1,750)
N		639	485	775
Teste F		3,66***	2,57***	4,36***
R ²		15,80%	13,43%	12,41%

Legenda

GR5: medida de Gerenciamento de Resultados 5 - σ Lucro Não Discricionário / σ Lucro Líquido; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. Entre parênteses a Estatística Z.

Apêndice 7 - Análise de Regressão - Modelo GR6 Completo

Característica	Expectativa	Medida GR6		
		Amostra 1	Amostra 2	Amostra 3
PMA	+	0,165 (0,850)	0,068 (0,410)	0,047 (0,190)
Dispersão PMA	?	-0,450 (-1,310)	-0,431 (-1,460)	-0,268 (-0,600)
EAC	+	8,944 (0,930)	-0,018 (0,000)	10,057 (0,920)
QA	-	-0,441 (-0,110)	3,025 (1,120)	0,457 (0,100)
Dispersão QA	?	5,144 (0,760)	7,471 (1,620)	1,401 (0,200)
IRR	-	-0,043 (-0,310)	0,085 (0,750)	0,244 (1,200)
Dispersão IRR	?	0,002 (0,010)	-0,353 (-1,410)	-0,176 (-0,410)
EP	+	-4,490 (-0,560)	-5,376 (-1,000)	-17,255** (-2,000)
PAC	-	0,191 (1,020)	-0,139 (-1,620)	0,105 (0,490)
Dispersão PAC	?	-0,319 (-1,540)	0,131 (1,170)	0,008 (0,030)
AAQA	-	3,631 (1,490)	-1,727 (-1,050)	4,590* (1,770)
OCE	-	1,083 (0,060)	-3,871 (-0,210)	45,372** (2,080)
OCNP	?	5,251 (0,340)	-4,361 (-0,310)	30,896*** (2,170)
OCNF	+	23,352 (1,020)	-8,653 (-0,520)	72,329*** (3,800)
ADRTAM	-	-1,626 (-0,610)	-2,500* (-1,840)	-4,075* (-1,740)
NLALA	+	19,616 (1,240)	-9,415 (-0,630)	30,560** (2,120)
AGCRENT	-	-0,333 (-0,080)	0,310 (0,010)	-14,656 (-1,580)
GE	+	-8,474 (-1,260)	1,653 (0,260)	-16,737** (-2,090)
TAM	?	4,934 (1,360)	1,478 (0,500)	14,221*** (3,400)
ALA	?	-15,205 (-0,970)	7,916 (0,490)	-31,395** (-2,510)
RENT	?	-0,155 (-0,050)	0,363 (0,220)	7,052 (1,270)
SETOR ALIMENTOS	?	12,228 (0,720)	23,200** (2,200)	16,325 (0,940)
SETOR COMÉRCIO	?	5,904 (0,350)	21,603 (1,550)	22,517 (1,370)
SETOR CONTRUÇÃO	?	27,128** (2,180)	30,833** (2,150)	47,072*** (2,900)
SETOR ENÉRGIA ELÉTRICA	?	0,857 (0,060)	20,272* (1,680)	11,115 (0,740)
SETOR EXTRAÇÃO	?	(excluído)	16,880 (0,870)	-30,159 (-0,690)
SETOR MÁQUINAS	?	5,017 (0,250)	20,590** (1,880)	12,030 (0,620)
SETOR METALURGIA	?	-7,023 (-0,570)	30,990*** (2,740)	5,428 (0,300)

SETOR PAPEL	?	-7,109	6,184	2,920
		(-0,410)	(0,480)	(0,120)
SETOR	?	-12,179	34,131***	0,389
PETROQUÍMICO	?	(-0,930)	(3,070)	(0,020)
SETOR	?	10,564	27,954*	34,024
SANEAMENTO	?	(0,580)	(1,970)	(1,280)
SETOR SERV.	?	0,744	33,754***	27,491*
GERAIS	?	(0,050)	(3,320)	(1,660)
SETOR	?	-14,349	33,900***	25,340
TRANSPORTES	?	(-1,020)	(3,170)	(1,050)
SETOR	?	7,884	23,731*	3,202
TELECOMIN.	?	(0,580)	(1,730)	(0,200)
SETOR TÊXTIL	?	-8,683	17,875	21,262
		(-0,570)	(1,600)	(1,350)
CONSTANTE	?	66,539*	24,523	41,267
		(1,970)	(1,090)	(1,140)
N		204	110	301
Teste F		5,59***	2,85***	2,83***
R ²		17,35%	33,89%	19,81%

Legenda

GR6: medida de Gerenciamento de Resultados 6 - μ das posições nas demais medidas; PMA: Participação do Maior Acionista no Capital - Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações; EAC: Existência de Acionista Controlador - valor 1, quando um único acionista concentra mais de 50% das ações ordinárias, e valor 0 no caso contrário; QA: Quantidade de Acionistas Relevantes - Quantidade de Acionistas; IRR: Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital - Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações; EP: Existência de Preferencialistas - valor 1, quando o capital da empresa inclui ações preferenciais, e valor 0 no caso contrário; PAC: Porcentagem de Ações em Circulação - Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações; AAQA: Interação da Quantidade de Acionistas Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas (AA) - sendo que AA assume valor 1 quando a empresa possui acordo de acionistas cadastrado na CVM, e valor 0 no caso contrário; OCE: Origem do Capital Estrangeiro - valor 1, quando a empresa for classificada na CVM como de capital estrangeiro, e valor 0 no caso contrário; OCNP: Origem do Capital Nacional Privado - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital familiar, e valor 0 no caso contrário; OCNF: Origem do Capital Nacional Familiar - valor 1, quando a empresa for classificada como de capital privado e não for classificada como de controle familiar; ADRTAM: Interação do Tamanho (TAM) com a Presença na NYSE por meio do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR) - sendo que ADR assume valor 1 quando a empresa tiver ações negociadas na NYSE, e valor 0 no caso contrário; NLALA: Interação da Alavancagem Financeira (ALA) com a Não Listagem na BM&FBovespa (NL) - sendo que LB assume valor 1 quando a empresa não for listada na BM&FBovespa, e valor 0 no caso contrário; AGCRENT: Interação da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RENT) com a Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa (AGC) - sendo que AGC assume valor 1 quando a empresa for listada nos segmentos N1, N2 ou Novo Mercado, e valor 0 no caso contrário; GE: Pertence a Grupo Econômico - valor 1, quando a empresa possuir balanço consolidado, e valor 0 no caso contrário.

*: Significância Estatística ao nível de 10%; **: Significância Estatística ao nível de 5%; ***: Significância Estatística ao nível de 1%.

Notas

1. Entre parênteses a Estatística Z.