

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS**

ANA PAULA GONÇALVES DE SIQUEIRA

**OS EFEITOS DA PARTICIPAÇÃO ESTATAL PARA A QUALIDADE
DOS LUCROS EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

**VITÓRIA
2018**

ANA PAULA GONÇALVES DE SIQUEIRA

**OS EFEITOS DA PARTICIPAÇÃO ESTATAL PARA A QUALIDADE
DOS LUCROS EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção de título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

**VITÓRIA
2018**

ANA PAULA GONÇALVES DE SIQUEIRA

**OS EFEITOS DA PARTICIPAÇÃO ESTATAL PARA A QUALIDADE
DOS LUCROS EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 15 de março de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. FERNANDO CAIO GALDI

**Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)**

Prof. Dr. AZIZ XAVIER BEIRUTH

**Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)**

Prof. Dr. DANILO SOARES MONTE-MOR

**Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)**

Dedico este trabalho à pessoa
que me motiva a cada instante,
José Paulo Siqueira de Souza,
meu filho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe, Maria da Felicidade, pelo apoio incondicional, irrestrito e imprescindível à concretização deste sonho.

Agradeço aos dedicados professores que contribuíram para minha formação e, em especial, aos meus orientadores, Prof. Dr. Fernando Galdi e Prof. Dr. Danilo Monte-mor.

As faculdades são instituições de massa, e sem dúvida permanecerão assim. Nas sociedades industriais avançadas, cientistas, engenheiros e profissionais de várias categorias têm o papel social crucial. Essas camadas da sociedade certamente devem envolver-se em qualquer processo significativo de mudança social, embora, se alcançarem posição de uma “vanguarda” dominante, ou de uma nova elite ou classe dirigente, a promessa de reforma significativa venha a ser novamente traída.

Noam Chomsky

RESUMO

O presente trabalho tem o objetivo de analisar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros no cenário do mercado de capitais brasileiro caracterizado pela concentração de propriedade e baixa proteção aos investidores. Na presente pesquisa, foram examinados dados de empresas listadas na BM&FBOVESPA no período entre 1995 e 2015. Os resultados apresentados contradizem a literatura internacional sobre o tema, demonstrando que, no ambiente brasileiro, a participação estatal exerce efeitos inversos sobre a qualidade dos lucros quando comparado com os resultados de pesquisas anteriores.

Palavras-chave: Participação estatal. Qualidade dos lucros. Estrutura de capital. Ambiente institucional brasileiro.

ABSTRACT

The aim of this research is to examine the effects of state ownership on earnings quality on the Brazilian capital market scenario of ownership concentration and weak investors protection. The sample includes data of firms listed at BM&FBOVESPA in the period between 1995 and 2015. The results contradict the international literature on earnings quality, showing that, in the Brazilian environment, state ownership exert different effects when compared to the results of previous studies.

Keywords: State ownership. Earnings quality. Ownership structure. Brazilian institutional environment.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1	O CONTEXTO ATUAL DAS SOEs.....	14
2.2	OS EFEITOS DA PARTICIPAÇÃO ESTATAL: UMA REVISÃO DA LITERATURA	15
2.3	A QUALIDADE DOS LUCROS E SOEs: DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE	17
3	METODOLOGIA.....	21
3.1	AMOSTRA.....	21
3.2	DESENHO DA PESQUISA.....	22
	3.2.1 Modelo de regressão	
	Múltipla.....	22
	3.2.2 As medidas de qualidade dos lucros: variável dependente.....	25
	3.2.2.1 <i>Accruals</i> discricionários.....	25
	3.2.2.2 <i>Earnings persistence</i>	28
4	ANÁLISE EMPÍRICA.....	30
4.1	RESULTADOS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA.....	35
5	CONCLUSÃO.....	41
	REFERÊNCIAS	45
	APÊNDICE A.....	53

1. INTRODUÇÃO

A participação estatal no setor produtivo ampliou-se, especialmente, a partir do final da Segunda Guerra Mundial (OECD, 2014). Seja no intuito de corrigir falhas de mercado, seja para suprir as necessidades da população em atividades pouco atrativas ao setor privado, as empresas estatais brasileiras chegaram a representar 82,01% do Índice Ibovespa em 1993 (BINHOTI, 2008). No entanto, a partir da década de 1980, diversas empresas foram privatizadas ou “corporatizadas” (AROCENA e OLIVEROS, 2012). Apesar do “desinvestimento” (BOUBAKRI et al., 2011) estatal do período neoliberal, as sociedades com participação estatal, ou SOEs (*state-owned enterprises*), conforme denominado na literatura internacional, continuam a ser relevantes na economia, representando cerca de 32% do Produto Interno Bruto (PIB), empregando cerca de 6 milhões de pessoas, além de representarem 2 trilhões em valor de mercado em países emergentes (MUSACCHIO e LAZZARINI, 2014).

Diante da importante presença das SOEs no mercado de capitais em vários países, diversos são os estudos empíricos que analisam os efeitos da participação estatal para fatores tais como: o desempenho (MEGGINSON e NETTER, 2001; KOCENDA e HANOUSEK, 2012; BINHOTI, 2008; KIM e CHUNG, 2007; BHASA, 2015; CUONG DUC, 2008; GOLDENG et al., 2008); a eficiência operacional (AROCENA e OLIVEROS, 2012; MILICZ, 2016; MÜHLENKAMP, 2015); a atratividade de investidores externos (MORCK et al., 2000; BOUBARKI et al., 2013); os níveis de governança corporativa (WONG, 2004; BOUBAKRI, et al., 2009; GREILING e GRÜB, 2015), os problemas de agência (SONG et al., 2014; LI et al.,

2011); a *accountability* (CAPALBO e PALUMBO, 2013), demonstrando que a presença do Estado nas empresas, exerce impacto sob diversos aspectos.

Apesar do amplo leque de pesquisas sobre as implicações da participação estatal a nível internacional, raros são os estudos que analisam os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros (*earnings quality*). A importância dos estudos sobre a qualidade dos lucros reside no fato da utilização da informação contábil no processo de tomada de decisão por *stakeholders* que não estejam, diretamente, envolvidos nas operações da empresa (*outsiders*), especialmente investidores minoritários (*minority shareholders*). Sendo assim, a relevância do tema explica o volume de pesquisas existentes no contexto de empresas do setor privado (CHEN et al., 2016; GU e SEMBA, 2016; DUTILLIEUX et al., 2016; PETERSON et al., 2015; SCHROEDER, 2016; CAMERAN et al., 2014; LIMA et al., 2015; REYAD, 2013); (HWANG e LEE, 2011; SINGER e YOU, 2011; BHATTACHARYA et al., 2013; FRANCIS et al., 2013; PEROTTI e WAGENHOFER, 2014; DEMERJIAN, et al., 2013; LI, 2011; LAFOND, 2008; GAIO e RAPOSO, 2014).

Estudos corporativos vêm analisando a qualidade da informação contábil desde Ball e Brown (1968). Em seu trabalho seminal, Jensen e Meckling (1976) destacam que a estrutura das corporações contemporâneas leva a problemas de agência oriundos da separação entre propriedade e controle (*separation of ownership and control*) em um contexto em que gestores agem em seu próprio benefício em detrimento da maximização do valor da firma. Neste cenário, conforme os autores, para reduzir a expropriação do principal (acionistas), contratos são escritos constituindo-se uma estrutura de incentivos que estabelece padrões de desempenho a serem cumpridos pelos agentes (gestores). No intuito de cumprir metas de desempenho ou, ainda, para esconder o resultado de decisões que

expropriam recursos corporativos, gestores fazem escolhas contábeis que resultam no aumento da assimetria informacional, e consequentemente, na redução da qualidade da informação contábil (GIVOLY et al., 2010).

Enquanto a separação entre propriedade e controle gera conflitos de agência descritos acima, a concentração de capital é tida como substituta para custos de agência (AN et al., 2016) já que confere maior proximidade entre o agente (gestor) e o principal (proprietário) aumentando a possibilidade de monitoramento (FAMA e JENSEN, 1983). No entanto, uma pergunta surge acerca do cenário específico analisado neste trabalho: quais são as implicações da estrutura de propriedade em que a concentração de capital é mantida nas “mãos arrebatadoras do governo” (*the grabbing hands of the government*) (BEN-NASR et al. 2015, p.393)?

A estrutura de propriedade (*ownership structure*) observada no mercado de capitais brasileiro assemelha-se àquela descrita por La Porta et al. (1999) em que acionistas controladores (conforme os autores, estes normalmente são famílias e governo), detém direitos de controle por meio de propriedade cruzada (*cross-ownership*) e estruturas de pirâmide de uma rede de empresas. Esta estrutura de controle, acredita-se, pode levar a maiores problemas de agência e à intensificação dos efeitos de entrenchamento (*entrenchment effects*) que pode levar à pior qualidade dos lucros. A presente pesquisa efetua a análise sugerida pelos autores de avaliar os incentivos e oportunidades dos acionistas controladores de beneficiar ou expropriar acionistas minoritários, no ambiente institucional descrito acima.

Estudos efetuados por Ben-Nasr et al. (2015), demonstram que a participação estatal (*state ownership*) reduz a qualidade dos lucros, da mesma forma que a participação externa (*foreign ownership*) parece contribuir para a melhoria da transparência. Os autores demonstram ainda que, o ambiente institucional determina

a relação entre participação estatal e qualidade dos lucros – fenômeno denominados pelos autores de Teoria da Interferência Política (*Political Interference Hypothesis*). Seguindo a trilha de análise efetuada pelos autores, a presente pesquisa busca testar a Teoria da Interferência Política no contexto do mercado de capitais brasileiro, no entanto com um enfoque diverso.

Enquanto os estudos efetuados por Ben-Nasr et al. (2015) consistem em uma análise no contexto específico de privatizações, onde os autores analisam os resultados troca de estrutura de propriedade – de estatal para privado (*from state to foreign ownership*) - e utilizam amostra de empresas de diversos países para analisar a influência do ambiente institucional sobre a relação entre participação estatal e qualidade dos lucros (*cross-country analysis*), a presente pesquisa busca analisar os efeitos da participação estatal comparando dados de empresas em que o governo é acionista (SOEs), com as de capital privado (POEs), especificamente no ambiente institucional brasileiro para captar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros no cenário brasileiro, ampliando-se, com isso, os estudos efetuados por Ben-Nasr et al. (2015).

O atual cenário de ampla discussão sobre as consequências do uso de capital público no setor produtivo (investigações do caso Petrobrás e JBS), além do contexto específico em que se inserem as SOEs brasileiras – que cremos ser um “laboratório natural” (BEN-NASR et al, 2015; p. 180) para testar os efeitos da participação estatal no contexto brasileiro –, a presente análise nos parece ser tempestiva, especialmente por lançar luz sobre a efetividade dos mecanismos governança e de fiscalização das SOEs brasileiras, tais como os Tribunais de Contas e Comissão de Valores Mobiliários.

Para efetuar o estudo, serão analisados dados de empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA[®] coletados da base de dados Economática no período entre 1995 e 2015. As empresas serão divididas em duas sub-amostras: (1) *sociedades com participação* – majoritária ou influência significativa – *estatal* (SOEs – *state owned enterprises*) e (2) *sociedade de capital* – majoritariamente - *privado* (POEs – *private owned enterprises*). Em conformidade com Dechow et al. (2010) e Ben-Nast et al. (2015), para mensurar a qualidade dos lucros serão utilizadas duas *proxies*: *discretionary accruals* (AD) e *earnings persistence* (EP).

A presente pesquisa contribui para a literatura nos seguintes aspectos. Primeiro, para ampliar os escassos estudos sobre os efeitos da participação estatal em empresas brasileiras, mais especificamente, aquelas em que o governo participa como acionista, possibilitando, com isso, averiguar os efeitos deste contexto para a qualidade dos lucros (*earnings quality*). Em segundo lugar, os resultados desta pesquisa lançam luz à qualidade dos mecanismos de governança e fiscalização das SOEs brasileiras, contribuindo para possíveis readequações. E, por último, os resultados desta pesquisa possibilitarão instruir investidores, especialmente acionistas minoritários, acerca da qualidade das informações prestadas por empresas em que o governo também é acionista.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O CONTEXTO ATUAL DAS SOEs

A participação estatal no mercado de capitais continua a ser expressiva em diversos países. Apesar da difusão do neoliberalismo ter causado ampla privatização de empresas estatais no intuito para “reduzir o papel do Estado na economia e ampliar a participação do capital privado” (BOUBAKRI et al., 2009, p. 367), as SOEs continuam a persistir “por razões políticas, sociais e estratégicas, se tornando *key players* em vários países” (CLÒ et al., 2015, p. 561).

Nas últimas décadas, no entanto, o que se observa é um movimento inverso à privatização, denominado por Wooldridge (2012) em seu artigo à revista *The Economist*, de Novo Capitalismo Estatal (*New State Capitalism*). Neste contexto, o governo tem se tornado acionista majoritário em empresas de relevante papel na economia em diversos países, especialmente, em mercados emergentes, tais como BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China). Kowalski et al. (2013, p. 18) destaca que, nesses países, as SOEs “crescem em número, tamanho, lucratividade e participam de operações de internacionalização devido ao seu crescente envolvimento em processos de M&A (*mergers and acquisitions*)”. Além disso, os autores citam que as SOEs representam 10% das 2.000 maiores empresas da Lista Forbes Global 2000.

Nesse contexto, o número de pesquisas sobre os efeitos da participação estatal se ampliou recentemente, especialmente, após a crise do mercado imobiliário americano, em 2008, que levou governos a se tornarem sócios residuais (*residual owners*) (BOUBARKI et al., 2011) nos processos de resgate de empresas importantes para a economia. Além disso, o desenvolvimento das economias

emergentes que possuem representativa participação de empresas estatais no mercado de capitais, levou pesquisadores, em diversos países, a se interessarem pelo tema.

2.2 OS EFEITOS DA PARTICIPAÇÃO ESTATAL: UMA REVISÃO DA LITERATURA

Devido ao cenário apresentado acima, o capital estatal representa, atualmente, um quinto do total da capitalização do mercado de capitais mundial, fazendo com que o governo se torne um “Leviatã Acionista Majoritário” (WOOLDRIDGE, 2012). Um exemplo foi o caso da JBS (empresa brasileira), que com recursos do BNDES, adquiriu a empresa norte-americana Swift & Co., fazendo com que, nesta operação, o BNDES se tornasse proprietário de 30,40% do capital da empresa (MUSACCHIO e LAZZARINI, 2013).

Devido a esta nova realidade, o número de pesquisas se ampliou abrangendo uma ampla variedade de temas relacionados aos efeitos da participação do Estado em empresas (BOUBAKRI et al., 2008, BOUBAKRI et al., 2005; BEN-NASR et al., 2015; BOYCKO et al., 1996; VINH LE e O'BRIEN 2010; BEN-NASR et al., 2014; PATEL et al., 2009; CLÒ et al., 2015; FLORIO, 2013; BORTOLOTTI e FACCIO, 2008; KOWALSKI et al., 2013; MÜHLENKAMP, 2015; BERNIER, 2014; BERNIER, 2011; BAUBY e SIMILIE, 2015; BHASA, 2015; PADAM, 2015; SINGH e SETH, 2015). Para alguns autores, a participação do Estado na economia gera fatores positivos (WANG e YUNG, 2011). No entanto, diversas pesquisas demonstram que a participação estatal traz consequências negativas em diversos aspectos, suscitando, com isso, questionamentos acerca dos *verdadeiros* efeitos dessa participação para as organizações, para o mercado de capitais e,

especialmente, para acionistas minoritários que aplicam parte de sua riqueza em empresas onde o governo é acionista com participação relevante.

Resultados de pesquisas anteriores demonstram os efeitos da participação estatal em diversos aspectos. Neste sentido, conforme Boubakri et al. (2008), resultados de pesquisas mostram que firmas que possuem conexões políticas exibem pior desempenho contábil quando comparados com empresas sem conexões políticas. Conforme Boubakri et al. (2009), resultados revelam um efeito negativo entre participação estatal e lucratividade e eficiência operacional. Para Boubakri et al. (2013), resultados da pesquisa demonstram que, a participação estatal está negativamente relacionada à aceitação de risco por parte de investidores externos e que esta aceitação depende de nível de governança das instituições do país.

Em uma revisão de literatura efetuada por Mühlenkamp (2015), o autor constata que pesquisas realizadas apresentam resultados conflitantes acerca do desempenho superior das POEs em comparação com as SOEs. Conforme Chen (2016), o modelo Temasek de gestão de empresas do Uzbequistão demonstra que fatores específicos, tais como, governança, podem levar à eficiência, as SOEs. Em uma pesquisa com dados de empresas chineses, Trien e Chizema (2011) demonstram que a participação estatal está positivamente associada ao desempenho. Conforme Boubakri et al. (2013), conexões políticas (empresas que possuem agentes políticos em seu BOD – *board of directors* – podem levar à maiores problemas de agência (*agency problems*).

Com base nos dados das pesquisas, pode-se observar que, em outros países, os efeitos da participação estatal são avaliados por diversos pesquisadores, o que nos leva a inferir que esta participação pode afetar, em diversos aspectos, as

empresas. No entanto, no contexto do mercado de capitais brasileiro, onde a participação do governo continua sendo relevante, esses efeitos são, curiosamente, pouco analisados.

2.3 A QUALIDADE DOS LUCROS E SOEs: DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

As sociedades empresariais onde o governo é sócio, participando ou influenciando, então, as decisões de alocação de recursos, configuram um ambiente peculiar para o estudo da qualidade dos lucros. Nestas empresas, as decisões estão sob a responsabilidade de gestores escolhidos por agentes políticos, e, com isso, as motivações nem sempre estão alinhadas com os objetivos dos demais acionistas (SHLEIFER e VISHNY, 1994).

Diante disso, Song et al. (2016) argumenta que, nas SOEs, um problema de “duplo principal” (*dual principal problem*) surge devido às incongruências dos interesses entre o acionista governo e os acionistas minoritários. Neste sentido, argumentamos que problemas de agência podem ser intensificados considerando que, neste cenário, os mecanismos de monitoramento de gestão não conseguem exercer sua função de fiscalização dos tomadores de decisão (HART, 1980), levando à menores níveis de qualidade dos lucros.

No ambiente específico do mercado de capitais brasileiro, de baixa *accountability* governamental, e onde existe pouca barreira para expropriação governamental de recursos corporativos (DURNEV e FAUVER, 2010), existem mais incentivos para manipulação de dados contábeis com o objetivo de esconder tais expropriações (BEN-NASR et al., 2014). Conforme La Porta et al. (1999), o governo, sendo sócio controlador, geralmente, possui direitos de controle (*control rights*)

associados a direitos ao fluxo de caixa excedente (*excess cash flow rights*) e, além disso, participa da gestão da empresa, não sendo monitorado por outros acionistas, o que leva à baixos níveis de transparência.

É importante destacar que, as premissas da Teoria da Restrição Orçamentária Flexível (*Soft Budget Constraints Theory*) formuladas por Kornai (1979), explicam o comportamento peculiar dos gestores das SOEs onde inexistente a possibilidade de falência devido ao fato de recursos estatais cobrirem prejuízos nas situações de baixo desempenho. Sendo assim, em ambientes institucionais de baixa governança (AN et al., 2016), tais como o Brasil, argumentamos que gestores destas empresas possuem mais oportunidades e liberdade para expropriar os demais acionistas. Além disso, devido à visibilidade social dessas empresas, tais decisões geram custos políticos, o que motiva gestores a efetuarem escolhas contábeis e operacionais para diminuir os custos políticos do baixo desempenho das SOEs (WATTS e ZIMMERMAN, 1978).

Argumentamos, ainda que, a participação estatal proporciona uma estrutura específica que difere daquela descrita por Jensen e Meckling (1986) - existente em empresas de capital exclusivamente privado –, onde a separação entre controle e propriedade é amparada por direitos residuais de propriedade que ajudam a mitigar problemas de agência. No entanto, nas SOEs, a estrutura de incentivos se altera do direito de propriedade (JENSEN e MECKLING, 1986) para a “canalização de recursos por motivos políticos” (BEN-NASR et al., 2014, p.395). Neste cenário, “gestores manipulam dados contábeis para esconder essas expropriações de recursos corporativos” (BEN-NASR et al., 2015, p.393).

Com base na Teoria da Escolha Pública (*Public Choice Theory*), fundada por Duncan Black (1948) em uma convergência entre ciência econômica e a ciência

política, Shughart e Razzolini (2001) argumentam que, investidores privados arcam com os benefícios e custos de decisões de investimento, sendo assim, requerem maior transparência por parte dos gestores. No entanto, isso não ocorre no contexto das SOEs, onde o acionista majoritário é o governo. Este contexto pode levar a menores níveis de transparência e *accountability* nas SOEs.

Em um estudo *cross-country*, Ben-Nasr et al. (2015) analisaram os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros em 350 empresas de mais de 40 países. Os autores demonstram que a participação estatal está inversamente associada a qualidade dos lucros (*earnings quality*), e, além disso, que o impacto da participação estatal para a qualidade dos lucros varia conforme o ambiente institucional em que a empresa está inserida. Nesse trabalho, os autores formulam a Teoria da Interferência Política (*Political Interference Hypothesis*), segundo a qual argumentam que, em empresas com participação estatal, o “governo leva gestores à manipularem resultados para esconder canalização de recursos corporativos para atividades com objetivos políticos”, reduzindo, com isso a qualidade dos lucros (BEN-NASR et al., 2015, p.393).

A presente pesquisa visa complementar a análise efetuada por Ben-Nasr et al. (2015). Enquanto os autores avaliam o cenário específico de privatizações entre empresas de diversos países para analisar os efeitos do ambiente institucional, a presente pesquisa adota uma análise diversa dos autores ao examinar dados de amostra de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA incluindo a participação estatal indireta (por meio de outras empresas) para testar a Hipótese da Interferência Política (*Political Interference Hypothesis*) no contexto específico do mercado de capitais brasileiro, considerando que esse tema, amplamente estudado em outros países, é praticamente, inexplorado no cenário brasileiro. Seguindo o que demonstra

a literatura internacional sobre o tema, este trabalho busca testar a seguinte hipótese:

H1: participação estatal está negativamente associada à qualidade dos lucros no contexto do mercado de capitais brasileiro.

Seguindo estudos anteriores (Dechow et al., 2010; Ben-Nasr et al. 2015), nesta pesquisa serão utilizadas duas medidas de qualidade dos lucros para avaliar a influência da participação estatal para a qualidade dos lucros: *accruals* discricionários (AD) e *earnings persistence* (EP). Considerando que, conforme Dechow et al. (2010), resultados conflitantes de determinantes e consequências de qualidade dos lucros, cada *proxy* de qualidade dos lucros pode estar medindo um construto diferente, e considerando o que cada *proxy* representa na mensuração de qualidade dos lucros, então, subdividimos a presente análise para testar as seguintes hipóteses:

H1.a: participação estatal está positivamente associada ao gerenciamento de resultados em empresas brasileiras.

H1.b: participação estatal está negativamente associada à sustentabilidade dos lucros no contexto brasileiro.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA

Para acessar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros no contexto brasileiro, foi efetuada a análise multivariada da série temporal de dados em painel de empresas listadas na BM&FBOVESPA contidas na base de dados Economática® no período de 1995 a 2015. Os dados foram coletados a partir de 1995 devido ao fato de ser o período de início da estabilidade econômica conseguida devido à implementação do Plano Real e ampliação das privatizações, resultando, com isso, em abertura do mercado brasileiro ao capital externo e consequente fortalecimento do mercado de capitais nacional (MUSACCHIO e LAZZARINI, 2014). A série temporal se estende até 2015 levando-se em consideração os recentes questionamentos acerca dos mecanismos de governança e fiscalização das empresas em que o governo participa na tomada de decisões empresariais.

As empresas da amostra foram subdivididas em (1) SOEs (*state-owned enterprises*) – empresas com participação estatal; e (2) POEs (*private-owned enterprises*) - sociedades de capital majoritariamente privado, em consonância com a nomenclatura utilizada na literatura internacional. Foram incluídas na sub-amostra das SOEs, as empresas nas quais o governo possua participação direta ou indireta por meio de outras empresas.

Com isso, neste estudo, diferentemente da amostra utilizada nos estudos efetuados por Ben-Nasr et al. (2015), foram consideradas, não somente a participação direta do governo em que União, Estados e Municípios são os

acionistas diretos, mas a participação indireta por meio de outras empresas em que o governo seja acionista, possuindo, mais de vinte por cento das ações com direito a voto. Sendo assim, se uma empresa possui como acionista outra sociedade na qual o governo possua mais de vinte por cento das ações, esta, foi considerada uma SOE. Os dados da participação estatal indireta foram coletados manualmente nos sítios na internet da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), das próprias empresas da amostra, e das empresas de consultoria de mercado EconoInfo (dados dos acionistas institucionais considerados governo são apresentados no ANEXO I deste trabalho).

Devido a peculiaridade das demonstrações contábeis destas empresas, foram excluídas da amostra: (1) Bancos, (2) Bolsa de Valores e *Commodities*, (3) Corretoras de seguros, (4) Instituições de Intermediação de Crédito e Atividades Relacionadas, (5) Seguradoras, (6) Serviços Financeiros e Seguros, e (7) Outros Bancos.

3.2 DESENHO DA PESQUISA

3.2.1 Modelo de regressão múltipla

Os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros foram examinados utilizando-se o modelo 1 de regressão apresentado abaixo:

$$EARNINGS_QUALITY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \sum \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Neste modelo, GOV é a variável de interesse e representa o nível de participação estatal nas empresas da amostra. No intuito de avaliar os efeitos da propriedade estatal (*state ownership*) para diferentes níveis de participação acionária

como teste de robustez dos resultados, nesta pesquisa, GOV representa cinco variáveis *dummy* distintas, sendo elas: (1) GOVT1 onde 1 representa governo sendo o maior acionista com a maior porcentagem de ações com direito a voto e, 0 caso contrário; (2) GOVCTRL onde 1 representa governo possuindo mais de 50% das ações com direito a voto, e 0 caso contrário; (3) GOVT20 onde 1 representa governo com participação superior a 20% das ações com direito a voto, e 0 caso contrário; (4) GOVT3 onde 1 representa governo estando entre os três maiores com direito a voto, independente da porcentagem de ações possuídas, e 0 caso contrário; e (5) GOVT5 onde 1 representa governo estando entre os cinco maiores com direito a voto, também, independente da porcentagem de ações, e 0 caso contrário.

A **Tabela 1** apresenta dados da participação estatal das empresas da amostra.

TABELA 1: PARTICIPAÇÃO ESTATAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE 1995 A 2015

Painel A: 1º Maior Acionista	Freq.	%
POEs	14.615	85,81
SOEs	2.416	14,19
Total	17.031	100,00
Painel B: Controle Acionário	Freq.	%
POEs	14.615	88,47
SOEs	1.904	11,53
Total	16.519	100,00
Painel C: Propriedade de 20%+ ações	Freq.	%
POEs	14.161	98,02
SOEs	287	1,98
Total	14.448	100,00
Painel D: 3 Maiores Acionistas	Freq.	%
POEs	12.654	74,30
SOEs	4.377	25,70
Total	17.031	100,00
Painel E: 5 Maiores Acionistas	Freq.	%
POEs	12.347	72,50
SOEs	4.684	27,50
Total	17.031	100,00

Fonte: elaborado pelo autor

Conforme a ampla literatura existente sobre o tema, diversos fatores podem influenciar a qualidade dos lucros (BEN-NASR et al., 2015; MUZATKO e TECLEZION, 2016; JAGGI et al., 2015; PETERSON et al., 2015; SOUSA e GALDI, 2016). Com isso, para controlar para os efeitos destes fatores, no modelo acima, *CONTROLS* representa as diferentes variáveis de controle utilizadas no modelo.

Seguindo a metodologia utilizada por Wang e Yung (2011), no modelo acima, *CONTROLS* engloba as seguintes variáveis de controle: (1) logaritmo do total de ativos (LogAtivo), utilizada para controlar para tamanho da empresa; (2) *market-to-book ratio* (M2B), calculada pelo quociente entre o total de valor de mercado da empresa e a diferença entre o ativo e passivo, utilizada para controlar para oportunidade de crescimento (BEN-NASR e COSSET, 2014); (3) *debt-to-equity ratio* (D2E), medida pelo quociente entre o total do passivo e o total do patrimônio líquido, que controla para estrutura de capital e alavancagem; (4) *return-on-assets* (ROA), calculada pelo quociente entre lucro antes dos impostos (EBIT) dividido pelo valor contábil do total de ativos, utilizada para controlar para lucratividade; e (5) Tobin's Q ratio (QRatio), variável calculada pela soma do valor contábil do total do ativo e do valor de mercado do capital social da empresa menos o valor contábil do capital social dividido pelo valor contábil do total de ativos, sendo esta uma variável utilizada para controlar para valor de mercado e oportunidade de crescimento. Todas as variáveis de controle apresentadas acima, foram ponderadas pelo ativo do exercício anteriores para reduzir o efeito do tamanho da empresa e, ainda, *winsorizadas* a 2,5% para reduzir os efeitos de *outliers* na amostra.

Ainda dentre as variáveis incluídas em *CONTROLS*, seguindo a ampla literatura existente que demonstra que os mecanismos de governança afetam a

qualidade dos lucros (GAIO e RAPOSO, 2014), foram acrescentadas as variáveis: (1) empresa de auditoria (BIG4), sendo 1 se a empresa é auditada por empresas de auditoria incluídas no grupo das quatro maiores e 0 caso contrário; e (2) Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), onde 1 representa empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBOVESPA e 0 caso contrário. Os dados das firmas de auditoria foram coletados manualmente no sítio da CVM na internet. Os níveis de governança foram coletados na base de dados Economatica®.

No modelo empírico, $EARNINGS_QUALITY_{i,t}$ consiste na variável dependente de qualidade dos lucros que, nesta pesquisa, em consonância com pesquisas anteriores (DECHOW et al., 2010); (BEN-NASR et al., 2010), são mensuradas por duas *proxies*: (1) *discretionary accruals* (*accruals* discricionários) – AD e (2) *earnings persistence* (persistência dos lucros) - EP.

3.2.2 As medidas de qualidade dos lucros: variável dependente

Na análise dos dados das empresas da amostra, a qualidade dos lucros foi mensurada utilizando-se medidas apresentadas na literatura existente no intuito de examinar a influência que a participação estatal exerce sobre a qualidade dos lucros em SOEs brasileiras. Sendo assim, este estudo busca avaliar se participação estatal pode ser considerada uma variável *determinante* de qualidade dos lucros (DECHOW et al., 2010).

3.2.2.1. *Accruals* discricionários (AD)

A diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional, resultante do regime de competência, representa o que, a literatura internacional denomina *accruals* totais

de um determinado período (DECHOW e DICHEV, 2002). Por sua vez, os *accruals* totais são decompostos pelos números que representam as medidas das operações normais da empresa, que são denominados *accruals* não discricionários (ou *accruals* normais) e os que são oriundos da discricionariedade dos gestores ao elaborar os demonstrativos contábeis, sendo esses denominados *accruals* discricionários (ou *accruals* anormais). Com isso, os *accruals* totais consistem no somatório dos *accruals* não discricionários (ou *accruals* normais) com os *accruals* discricionários (ou *accruals* anormais).

Considerando que os *accruals* anormais são originados da discricionariedade dos gestores ao elaborarem os demonstrativos contábeis e, não necessariamente representam o real desempenho da empresa, os *accruals* discricionários são utilizados como medida da qualidade dos lucros. Neste sentido, quão maior os *accruals* discricionários, pior a qualidade dos lucros.

A literatura apresenta diversos modelos para medir o total dos *accruals* discricionários. Nesta pesquisa, objetivando medir a robustez dos resultados oriundos da regressão dos modelos de *accruals*, foram utilizados dois modelos de regressão: Modelo Jones (1991) e Modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995). Conforme Jones (1991), os *accruals* discricionários são medidos utilizando-se o modelo a seguir demonstrado:

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_t + \beta_2 PPE_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Sendo que $\Delta REV_{i,t}$ representa a variação da receita no tempo t ; $PPE_{i,t}$ o total do ativo imobilizado no tempo t e ε_t são os resíduos do modelo que são considerados os *accruals* discricionários (AD).

O modelo Jones Modificado (Dechow et. al., 1995) foi estimado pelo modelo a seguir:

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\Delta \text{NetRev}_{i,t} - \Delta \text{Rec}_{i,t}) / A_{i,t-1} + \beta_2 \text{PPE}_{i,t} / A_{i,t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Onde ΔNetRev_t representa a variação na receita líquida da empresa i entre o período t e o período $t-1$; ΔRec as duplicatas a receber da empresa i entre o período t e o período $t-1$; $\text{PPE}_{i,t}$ o imobilizado da empresa i no período t ; e $A_{i,t-1}$ o totais de ativos da empresa i no exercício anterior.

Para se estimar os *accruals* discricionários, é necessário calcular, primeiramente, os valores dos *accruals* totais. Sendo assim, foram utilizadas duas formas de cálculo diversas. Para os dados da amostra contidos no período de 1995 até 2009, devido à ausência de dados do fluxo de caixa operacional, os *accruals* totais foram calculados utilizando-se o método indireto, ou abordagem de balanço (CONSONI et al., 2017), em que os *accruals* totais são mensurados utilizando-se a seguinte fórmula:

$$AT_{i,t} = (\Delta AC_{i,t} - \Delta \text{Caixa}_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta FE_{i,t}) - \text{Depr}_{i,t} / A_{i,t-1} \quad (4)$$

Onde, $AT_{i,t}$ são os *accruals* totais da empresa i no período t ; $\Delta AC_{i,t}$ a variação do ativo circulante da empresa i entre o período t e $t-1$; $\Delta \text{Caixa}_{i,t}$ a variação do disponível da empresa i entre o período t e $t-1$; $\Delta PC_{i,t}$ a variação do passivo circulante da empresa i entre o período t e $t-1$; $\Delta FE_{i,t}$ a variação dos empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa i entre o período t e $t-1$; $\text{Depr}_{i,t}$ a depreciação, amortização e exaustão da empresa i no período t ; e $A_{i,t}$ o total dos ativos da empresa i no período $t-1$.

Para o período a partir de 2010 até 2015, os dados da demonstração de fluxo de caixa estão disponíveis devido a obrigatoriedade de elaboração desta demonstração a partir desta data. Com isso, os *accruals* totais são calculados pelo método direto, utilizando-se a seguinte fórmula:

$$AT_{i,t} = EBIT_{i,t} - FCO_{i,t} \quad (5)$$

Onde $EBIT_{i,t}$, representa lucro antes dos impostos (*Earnings Before Interests and Taxes*) da empresa i no período t e $FCO_{i,t}$, o fluxo de caixa operacional da empresa i no período t .

Para ambos os modelos, os *accruals* discricionários foram gerados rodando-se as respectivas regressões em *looping* no Stata®, estabelecendo-se o mínimo de seis observações e, neste procedimento, foram armazenados, na base de dados, os resíduos de cada modelo que são os *accruals* discricionários. Concluído esse procedimento, os *accruals* foram gerados em valores absolutos para serem utilizados na regressão do modelo empírico.

O resultado deste procedimento gerou duas variáveis de qualidade dos lucros: valor absoluto dos *accruals* discricionários pelo Modelo Jones (1991) e valor absoluto dos *accruals* discricionários pelo Modelo Jones Modificado. Os *accruals* discricionários calculados por ambos modelos foram *winsorizados* a 2,5% para diminuir os efeitos de *outliers* da amostra sobre os resultados do modelo empírico.

3.2.2.2 *Earnings persistence* (EP)

Para Dechow et al. (2010), a persistência dos lucros indica melhor qualidade dos lucros considerando que representam a *sustentabilidade* dos resultados

contábeis. Para medir a persistência dos lucros das empresas da amostra, foi utilizado o modelo a seguir:

$$EARNINGS_{t+1} = \alpha + \beta_1 EARNINGS_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

Neste modelo, $EARNINGS_{t+1}$ representa o lucro no exercício, $EARNINGS_t$ o lucro no exercício anterior e o coeficiente β_1 mede a persistência dos lucros, sendo que, quanto maior β_1 maior a persistência dos lucros, e consequentemente, melhor a qualidade dos lucros. Conforme Ben-Nasr et al. (2015), β_1 próximos de 1 indicam lucros mais persistentes e β_1 próximos de 0 indicam lucros mais temporários.

Para calcular o EP, foram rodadas regressões em *looping* de setor e ano no módulo Stata, armazenando-se o coeficiente β_1 do modelo 7. Os resultados deste procedimento geraram a variável dependente EP que foi *winsorizada* a 2,5% e utilizada para rodar o modelo empírico desta pesquisa para esta *proxy* de qualidade dos lucros ($EARNINGS_QUALITY_{i,t}$).

Em resumo, o modelo empírico integra três tipos de variáveis: (1) variável dependente que são as *proxies* de qualidade dos lucros; (2) variável de interesse, ou, variável de participação estatal; e (3) variáveis de controle em conformidade com a literatura existente. Todas as variáveis foram geradas por meio de procedimentos no módulo Stata® e são apresentadas na Tabela 2.

TABELA 2: DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO MODELO EMPÍRICO

Variável	Descrição das Variáveis
1. Variáveis Dependentes: <i>Proxies</i> de Qualidade dos Lucros	
ADJ91	<i>Accruals</i> discricionários - Jones (1991) em valores absolutos
ADJ95	<i>Accruals</i> discricionários - Jones Modificado (Dechow et al.,1995) em valores absolutos
EP	<i>Earnings Persistence</i>
2. Variáveis de Interesse: <i>Dummies</i> de Participação Estatal	
GOVT1	1 governo maior acionista, 0 caso contrário
GOVCTRL	1 governo detém controle acionário, 0 caso contrário
GOVT20	1 governo possui mais de 20% das ações, 0 caso contrário
GOVT3	1 governo está entre os três maiores acionistas, 0 caso contrário
GOVT5	1 governo está entre os cinco maiores acionistas, 0 caso contrário
3. Variáveis de Controle	

ROA	<i>Return-on-assets</i>
D2E	<i>Debt-to-equity</i>
M2B	<i>Market-to-book</i>
QRatio	<i>Q ratio</i>
LogAtivo	Logaritmo do ativo
NDGC	Variável <i>dummy</i> de NDGC, sendo 1 NDGC, 0 caso contrário
BIG4	Variável <i>dummy</i> de firma de auditoria, sendo 1 BIG4, e 0 caso contrário

Fonte:	elaborada	pelo	autor
--------	-----------	------	-------

4 ANÁLISE EMPÍRICA

A TABELA 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis do modelo empírico:

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA GERAL DA AMOSTRA

VARIÁVEIS	N	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
ADJ91	17.031	0,012	0,021	0	0,072
ADJ95	17.031	0,011	0,020	0	0,072
EP	8.257	0,305	0,571	-0,853	1,597
GOVT1	17.031	0,142	0,349	0	1
GOVCTRL	16.519	0,115	0,319	0	1
GOVT20	17.031	0,169	0,374	0	1
GOVT3	17.031	0,257	0,437	0	1
GOVT5	17.031	0,275	0,447	0	1
ROA	17.031	0,052	0,096	-0,207	0,274
D2E	17.031	2,791	4,205	0,021	19,253
M2B	12.285	0,960	1,418	0	6,478
QRatio	12.284	1,009	0,493	0,193	2,701
LogAtivo	17.031	13,521	2,032	8,906	17,373
BIG4	13.361	0,631	0,482	0	1
NDGC	8.757	0,436	0,496	0	1

A TABELA 4 apresenta a matriz de correlação de todas as variáveis do modelo de regressão.

TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	ADJ91	ADJ95	EP	GOVT1	GOVCTRL	GOVT20	GOVT3	GOVT5	ROA	D2E	M2B	QRatio	LogAtivo	BIG4	NDGC
ADJ91	1														
ADJ95	0,910	1													
EP	0,022	0,018	1												
GOVT1	-0,092	-0,074	-0,072	1											
GOVCTRL	-0,092	-0,074	-0,072	1,000	1										
GOVT20	-0,059	-0,035	-0,032	0,893	0,893	1									
GOVT3	-0,012	-0,012	-0,033	0,699	0,699	0,782	1								
GOVT5	0,014	-0,004	-0,018	0,672	0,672	0,752	0,961	1							
ROA	-0,056	-0,036	0,278	0,024	0,024	0,036	0,058	0,060	1						
D2E	-0,020	0,021	-0,042	-0,097	-0,097	-0,080	-0,087	-0,092	-0,182	1					
M2B	0,039	0,019	0,041	-0,133	-0,133	-0,124	-0,091	-0,078	0,094	0,022	1				
QRatio	0,071	0,041	0,210	-0,079	-0,079	-0,076	0,003	0,019	0,277	-0,148	0,743	1			
LogAtivo	0,145	0,159	0,149	0,250	0,250	0,281	0,340	0,358	0,187	-0,010	-0,129	0,097	1		
BIG4	0,061	0,037	0,198	0,121	0,121	0,138	0,211	0,220	0,270	-0,153	0,040	0,153	0,519	1	
NDGC	0,155	0,141	0,169	0,057	0,057	0,093	0,167	0,193	0,093	-0,151	0,100	0,179	0,518	0,421	1

O resultado da matriz de correlação das variáveis do modelo empírico (TABELA 5), demonstra uma leve correlação negativa entre os *accruals*

discricionários (ADJ91 e ADJMD) e as variáveis de participação estatal (GOV) nos levando a inferir que a participação estatal leva a menores níveis de gerenciamento de resultados em empresas brasileiras e, sendo assim, melhor qualidade dos lucros, em consonância com resultados de pesquisas em empresas chinesas efetuados por Wang e Yung (2011). Vale ressaltar que, para testar a robustez dos resultados, foram utilizadas duas medidas de gerenciamento de resultados, sendo que ambas apresentam resultados semelhantes, confirmando, com isso, os resultados apresentados para essa *proxy* de qualidade dos lucros.

Seguindo o que estabelece a literatura, um dos fatores que consideramos pode levar a esse resultado consiste no fato de governo ser acionista institucional, contexto que pode levar à menores níveis de gerenciamento de resultados (HADANI et al., 2011), além disso, a estrutura de incentivos em que estão inseridas as SOEs, onde inexistem direitos de propriedade (bônus por desempenho) atribuídos a gestores e existe menos pressão para atingir metas de analistas de mercado, gestores possuem menos incentivos para gerenciar resultados.

Em conformidade com o que estabelece a literatura internacional, a variável EP apresenta fraca correlação negativa com as variáveis de participação estatal, o que denota menor sustentabilidade dos lucros nas empresas em que o governo é acionista e, conseqüentemente, menor qualidade dos lucros. Considerando que empresas gerenciam resultados para diminuir a variabilidade dos lucros (*smoothness*), o fato de as SOEs brasileiras apresentarem menos gerenciamento de resultados pode justificar tal resultado.

Ao se observar a correlação das variáveis de controle utilizadas no modelo e as variáveis de participação estatal, nota-se que, empresas em que o governo possui maior participação apresentam maior lucratividade, já que a variável ROA e

as variáveis GOV apresentam valores positivos. As variáveis de controle para valor de mercado e oportunidade de crescimento (B2M e QRatio), ambas, apresentam correlação negativa com as variáveis GOV, o que nos leva a inferir que, empresas em que o governo é acionista apresentam menores valores de mercado e potencial de crescimento. Neste sentido, atribuímos este resultado ao fato de estas empresas sofrerem menos pressão de investidores para alcançar metas de mercado.

A variável LogAtivo apresenta leve correlação positiva com as variáveis de participação estatal, o que denota que, no cenário brasileiro, as empresas em que o governo participa são maiores em volume de ativos. As variáveis de governança (BIG4 e NDGC) apresentam, também, ambas, correlação positiva com as variáveis GOV o que denota melhor governança em empresas com participação estatal. Ainda dentre as variáveis de controle, vale destacar, leve associação negativa entre D2E e as variáveis GOV, o que nos leva a inferir que, as empresas em que o governo participa possuem menor endividamento, ou são mais conservadores nas suas decisões de financiamento.

No intuito de comparar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros entre SOEs e POEs, para cada modalidade de participação estatal, efetuou-se o teste da diferença das médias o qual os resultados são demonstrados na TABELA 5 a seguir.

TABELA 5: RESULTADO DO TESTE DE DIFERENÇA DAS MÉDIAS

Painel A: 1º Maior Acionista

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	2416	0,009	0,018	14615	0,013	0,022	0,004	0,000***
ADJ95	2416	0,008	0,017	14615	0,012	0,021	0,004	0,000***
EP	1513	0,226	0,512	6744	0,322	0,582	0,096	0,000***
ROA	2416	0,068	0,094	14615	0,05	0,096	-0,019	0,000***
D2E	2416	2,445	3,676	14615	2,848	4,283	0,403	0,000***
M2B	1823	0,808	1,238	10462	0,986	1,446	0,178	0,000***

QRatio	1823	1,008	0,461	10461	1,009	0,499	0,001	0,92
LogAtivo	2416	14,685	1,953	14615	13,329	1,98	-1,356	0,000***
BIG4	1523	0,76	0,427	7869	0,609	0,488	-0,151	0,000***
NDGC	1522	0,432	0,499	7235	0,459	0,495	-0,028	0,048**

Painel B: Controle Acionário

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	1904	0,009	0,018	14615	0,013	0,022	0,004	0,000***
ADJ95	14615	0,012	0,018	1904	0,007	0,021	0,004	0,000***
EP	1145	0,189	0,493	6744	0,322	0,582	0,133	0,000***
ROA	1904	0,063	0,091	14615	0,05	0,096	-0,013	0,000***
D2E	1904	2,442	3,908	14615	2,848	4,283	0,406	0,000***
M2B	1442	0,621	0,892	10462	0,986	1,446	0,365	0,000***
QRatio	1442	0,949	0,389	10461	1,009	0,499	0,06	0,000***
LogAtivo	1904	14,666	1,882	14615	13,329	1,98	-1,337	0,000***
BIG4	1167	0,753	0,431	7869	0,609	0,488	-0,144	0,000***
NDGC	1186	0,394	0,489	7235	0,432	0,495	0,038	0,015**

Painel C: Propriedade de 20%+ ações

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	2870	0,010	0,019	14161	0,013	0,022	0,003	0,000***
ADJ95	2870	0,009	0,019	14161	0,012	0,021	0,003	0,000***
EP	1690	0,264	0,518	6567	0,315	0,583	0,051	0,001***
ROA	2870	0,067	0,091	14161	0,049	0,097	-0,017	0,000***
D2E	2870	2,74	4,243	14161	2,802	4,197	0,062	0,472
M2B	2123	0,885	1,459	10162	0,976	1,409	0,091	0,007***
QRatio	2123	1,003	0,469	10161	1,01	0,498	0,008	0,518
LogAtivo	2870	14,649	1,987	14161	13,292	1,87	-1,357	0,000***
BIG4	1754	0,745	0,436	7638	0,608	0,488	-0,137	0,000***
NDGC	1814	0,483	0,5	6943	0,424	0,494	-0,059	0,000***

Painel D: Três Maiores Acionistas

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	4377	0,011	0,020	12654	0,013	0,022	0,002	0,000***
ADJ95	4377	0,010	0,020	12654	0,012	0,021	0,002	0,000***
EP	2448	0,287	0,522	5809	0,312	0,59	0,025	0,074*
ROA	4377	0,067	0,095	12654	0,047	0,096	-0,019	0,000***
D2E	4377	2,719	4,184	12654	2,816	4,212	0,097	0,188
M2B	3338	0,931	1,45	8947	0,971	1,406	0,039	0,173
QRatio	3338	1,019	0,459	8946	1,005	0,505	-0,014	0,174
LogAtivo	4377	14,445	1,928	12654	13,201	1,969	-1,244	0,000***
BIG4	2568	0,773	0,419	6824	0,581	0,493	-0,192	0,000***
NDGC	2545	0,543	0,498	6212	0,393	0,488	-0,151	0,000***

Painel E: Cinco Maiores Acionistas

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor

ADJ91	4684	0,011	0,020	12347	0,013	0,022	0,002	0,000***
ADJ95	4684	0,010	0,019	12347	0,012	0,021	0,002	0,000***
EP	2608	0,29	0,523	5649	0,311	0,592	0,021	0,129
ROA	4684	0,067	0,093	12347	0,047	0,096	-0,02	0,000***
D2E	4684	2,834	4,344	12347	2,775	4,151	-0,059	0,416
M2B	3590	0,93	1,423	8695	0,973	1,416	0,043	0,127
QRatio	3590	1,023	0,456	8694	1,003	0,508	-0,02	0,046
LogAtivo	4684	14,483	1,885	12347	13,156	1,966	-1,327	0,000***
BIG4	2706	0,778	0,415	6686	0,574	0,494	-0,204	0,000***
NDGC	2642	0,551	0,497	6115	0,387	0,487	-0,164	0,000***

*, ** e *** representam níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Conforme os resultados apresentados na TABELA 5, a variável *accruals* discricionários apresenta diferença estatisticamente significativa com nível de confiança de 1%, nas cinco variáveis de participação estatal, os levando a inferir que a participação estatal afeta a qualidade dos lucros para a variável que mede o gerenciamento de resultados, sendo assim, pode-se inferir que a participação estatal afeta o gerenciamento dos resultados em empresas brasileiras conforme demonstrado em pesquisas anteriores (WANG e YUNG, 2011; BEN-NASR et al, 2015).

Para a variável EP, os resultados demonstram que existe diferença significativa para GOVT1, GOVCTRL e GOVT20. Sendo assim, podemos inferir que, para essas variáveis, a participação estatal afeta a persistência dos lucros, em consonância com os resultados apresentados por Ben-Nasr et al. (2015) e Alipour et al.(2014). No entanto, a medida que o nível de participação estatal diminui, a diferença entre SOEs e POEs deixam de ser estatisticamente significativas. Esse resultado nos leva a inferir que, a participação estatal exerce influência sobre a persistência dos lucros no cenário brasileiro.

Apesar dos resultados demonstrarem diferença estatisticamente significativa entre as variáveis de qualidade dos lucros e variáveis de participação estatal,

alertamos para o fato de as variáveis de controle também apresentarem diferença significativa, fatores aos quais podemos atribuir a diferença nas variáveis de qualidade dos lucros, tais como tamanho, lucratividade e níveis de governança, conforme estabelece a literatura existente (DECHOW et al., 2010; BEN-NASR et al., 2010; BEN-NASR e COSSET, 2014; WANG e YUNG, 2010; BOUBAKRI et al., 2011).

4.1 RESULTADOS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA

Para análise da regressão multivariada desta pesquisa, utilizou-se o modelo 1 apresentado anteriormente. No modelo em questão, a variável GOV, integra as cinco modalidades de participação estatal demonstrada na TABELA 2 de definição das variáveis do modelo de regressão múltipla. A variável $EARNINGS_QUALITY_{i,t}$ do modelo 1 consiste nas duas *proxies* de qualidade dos lucros (sendo que, para os *accruals* discricionários foram utilizados dois modelos diversos, gerando-se, com isso, duas variáveis de *accruals* discricionários) escolhidas para esta pesquisa, também demonstradas na TABELA 2.

Com isso, foram criados cinco modelos para cada uma das quatro variáveis de qualidade dos lucros, totalizando, então, nos quinze modelos de regressão demonstrados nas tabelas 6 e 7 onde também são apresentados os resultados da regressão múltipla a seguir.

TABELA 6: RESULTADOS DA REGRESSÃO DOS MODELOS EMPÍRICOS

Painel A: Accruals Discricionários - Modelo Jones (1991)					
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
GOVT1	-0,007 (0,000)***	-	-	-	-
		-	-	-	-
GOVCTRL	-	-0,006 (0,000)***	-	-	-
	-		-	-	-
GOVT20	-	-	-0,006 (0,000)***	-	-
	-	-		-	-

GOVT3	-	-	-	-0,005	-
	-	-	-	(0,000)***	-
GOVT5	-	-	-	-	-0,004
	-	-	-	-	(0,000)***
ROA	-0,028	-0,026	-0,028	-0,028	-0,028
	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***
D2E	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000
	(0,122)	(0,094)*	(0,196)	(0,215)	(0,227)
M2B	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	(0,310)	(0,097)*	(0,260)	(0,227)	(0,232)
QRatio	0,004	0,003	0,004	0,004	0,004
	(0,000)***	(0,001)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***
LogAtivo	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
	(0,000)***	(0,000)***	(0,001)***	(0,002)***	(0,003)***
BIG4	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
	(0,258)	(0,399)	(0,268)	(0,193)	(0,200)
NDGC	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006
	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***
R ²	0,064	0,064	0,060	0,058	0,056
R ² Ajustado	0,062	0,062	0,058	0,056	0,054
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

$$(A.1) \text{ADJ91}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVT1}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{D2E}_{i,t} + \beta_4 \text{M2B}_{i,t} + \beta_5 \text{QRatio}_{i,t} + \beta_6 \text{LogAtivo}_{i,t} + \beta_7 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 \text{NDGC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(A.2) \text{ADJ91}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVCTRL}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{D2E}_{i,t} + \beta_4 \text{M2B}_{i,t} + \beta_5 \text{QRatio}_{i,t} + \beta_6 \text{LogAtivo}_{i,t} + \beta_7 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 \text{NDGC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(A.3) \text{ADJ91}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVT20}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{D2E}_{i,t} + \beta_4 \text{M2B}_{i,t} + \beta_5 \text{QRatio}_{i,t} + \beta_6 \text{LogAtivo}_{i,t} + \beta_7 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 \text{NDGC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(A.4) \text{ADJ91}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVT3}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{D2E}_{i,t} + \beta_4 \text{M2B}_{i,t} + \beta_5 \text{QRatio}_{i,t} + \beta_6 \text{LogAtivo}_{i,t} + \beta_7 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 \text{NDGC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(A.5) \text{ADJ91}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOVT5}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{D2E}_{i,t} + \beta_4 \text{M2B}_{i,t} + \beta_5 \text{QRatio}_{i,t} + \beta_6 \text{LogAtivo}_{i,t} + \beta_7 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 \text{NDGC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Painel B: Accruals Discricionários - Modelo Jones Modificado (DeChow et al.,1995)

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
GOVT1	-0,006	-	-	-	-
	(0,000)***	-	-	-	-
GOVCTRL	-	-0,005	-	-	-
	-	(0,000)***	-	-	-
GOVT20	-	-	-0,046	-	-
	-	-	(0,000)***	-	-
GOVT3	-	-	-	-0,004	-
	-	-	-	(0,000)***	-
GOVT5	-	-	-	-	-0,004
	-	-	-	-	(0,000)***
ROA	-0,022	-0,021	-0,022	-0,022	-0,022
	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***
D2E	-0,000	-0,000	-1,610	-4,830	-7,640
	(0,766)	(0,760)	(0,985)	(0,956)	(0,931)
M2B	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

	(0,201)	(0,108)	(0,174)	(0,141)	(0,135)
QRatio	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
	(0,010)**	(0,017)**	(0,010)**	(0,009)***	(0,010)**
LogAtivo	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***
BIG4	0,001	0,000	0,001	0,001	0,000
	(0,386)	(0,490)	(0,397)	(0,302)	(0,302)
NDGC	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***
R ²	0,052	0,052	0,047	0,049	0,049
R ² Ajust	0,050	0,050	0,046	0,047	0,047
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(B.1) $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT1_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(B.2) $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVCTRL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(B.3) $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT20_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(B.4) $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT3_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(B.5) $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT5_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					

Os resultados da TABELA 6 – Painéis A e B – demonstram que, para a *proxy* de qualidade dos lucros *accruals* discricionários (ADJ91 e ADJ95), os coeficientes de todas as variáveis de participação estatal se apresentam significativos e negativos, o que nos leva a rejeitar **H1a**, contrariando, com isso, os resultados encontrados na pesquisa *cross-counrtry* efetuadas por Ben-Nasr et al. (2015), mas em consonância com os resultados apresentados por Wang e Yung (2011) com amostras de empresas chinesas. Atribuímos esse resultado ao fato de gestores em SOEs estão menos expostos às pressões do mercado de capitais para bater metas (*target beating*) e previsão de analistas, e com isso, possuem menos incentivos para gerenciar os resultados de forma a atingir metas específicas (WANG e YUNG, 2011).

Para essa *proxy* de qualidade dos lucros, os coeficientes das variáveis de controle se apresentam significativos para as variáveis ROA, QRatio, LogAtivo e NDGC, nos levando a inferir que lucratividade, oportunidade de crescimento,

tamanho da empresas e níveis de governança afetam o gerenciamento de resultados no contexto brasileiro em conformidade com o que estabelece a literatura.

TABELA 7: RESULTADOS DA REGRESSÃO – PROXY: EP

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
GOVT1	-0,133 (0,000)***	- -	- -	- -	- -
GOVCTRL	- -	-0,126 (0,000)***	- -	- -	- -
GOVT20	- -	- -	-0,075 (0,001)***	- -	- -
GOVT3	- -	- -	- -	-0,117 (0,000)***	- -
GOVT5	- -	- -	- -	- -	-0,103 (0,000)***
ROA	1,289 (0,000)***	1,283 (0,000)***	1,289 (0,000)***	1,282 (0,000)***	1,280 (0,000)***
D2E	0,012 (0,000)***	0,011 (0,000)***	0,012 (0,000)***	0,012 (0,000)***	0,012 (0,000)***
M2B	-0,102 (0,000)***	-0,103 (0,000)***	-0,103 (0,000)***	-0,105 (0,000)***	-0,104 (0,000)***
Qratio	0,362 (0,000)***	0,366 (0,000)***	0,365 (0,000)***	0,373 (0,000)***	0,374 (0,000)***
LogAtivo	-0,009 (0,212)***	-0,010 (0,177)	-0,012 (0,093)*	-0,008 (0,241)	-0,009 (0,201)
BIG4	0,117 (0,000)***	0,114 (0,000)***	0,117 (0,000)***	0,123 (0,000)***	0,122 (0,000)***
NDGC	0,119 (0,000)***	0,124 (0,000)***	0,120 (0,000)***	0,125 (0,000)***	0,127 (0,000)***
R ²	0,145	0,146	0,140	0,145	0,143
R ² Ajustado	0,143	0,143	0,137	0,143	0,141
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(C.1) $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT1_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(C.2) $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVCTRL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(C.3) $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT20_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(C.4) $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT3_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
(C.5) $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT5_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					

*, ** e *** denotam níveis de confiança de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

(A.1), (A.2), (A.3), (A.4), (A.5), (B.1), (B.2) (B.3), (B.4), (B.5), (C.1), (C.2), (C.3), (C.4), (C.5) são os modelos empíricos utilizados para gerar os resultados apresentados na tabela.

Na tabela acima, os coeficientes das variáveis são apresentados na linha superior e os p-valores das variáveis são demonstrados entre parênteses na linha inferior.

A TABELA 7 apresenta os resultados da regressão para a *proxy* EP – *earnings persistence*. Essa variável avalia persistência dos resultados da empresa, no sentido em que, maior persistência implica em maior sustentabilidade e, com isso, possibilidade de se efetuar projeções de resultados mais acuradas (SOUSA e GALDI, 2016). Isso leva à maior valor de mercado para as empresas em que os lucros são mais sustentáveis, sendo assim, a literatura a estabelece como *proxy* de qualidade dos lucros.

Conforme os resultados apresentados na TABELA 7, para a variável EP, os coeficientes de todas as variáveis de participação estatal são significativos e negativos, nos levando a aceitar **H1.b** que estabelece que SOEs apresentam menor sustentabilidade de resultados o que corrobora com resultados apresentados por Ben-Nasr et al. (2015). Considerando que, menor persistência dos lucros é indicativo de menor qualidade dos lucros, os resultados para as duas *proxies* (*accruals* discricionários e *earnings persistence*) utilizadas nesta pesquisa, então, se apresentam conflitantes.

Ao analisar os resultados em direções opostas, consideramos, que no contexto brasileiro, pode-se aplicar um cenário apresentado em Dechow et al. (2010) em que *accruals* discricionários são utilizados para suavização dos lucros (o que os autores denominam “suavização anormal” – *abnormal smoothness*), e consequentemente, para melhorar a persistência dos lucros. Os autores destacam, ainda que, a suavizações anormais são considerados como níveis de gerenciamento de resultados. Considerando menores níveis de *accruals* discricionários das SOEs, podemos inferir que menor persistência dos lucros nas SOEs brasileiras podem ser atribuídos a menos gerenciamento de resultados destas empresas, no entanto, maiores estudos são necessários para avaliar esse contexto específico.

Outro fato a ser considerado para menor persistência dos lucros nas SOEs brasileiras é o fato de empresas brasileiras apresentarem alta concentração de propriedade que, para Sousa e Galdi (2016), levam a menor persistência dos lucros e, conseqüente menor sustentabilidade dos resultados futuros.

Consistente com os resultados das regressões anteriores, a regressão da *proxy* EP de qualidade dos lucros apresenta os coeficientes significativo para todas as variáveis de controle (com exceção do LogAtivo) corroborando com a noção de que, em empresas brasileiras, a persistência dos lucros afeta o valor de mercado, a lucratividade, o endividamento e os níveis de governança.

Concluindo, as regressões das duas proxies de qualidade dos lucros se apresentam conflitantes, sendo que as SOEs se apresentam com menores níveis de *accruals* discricionários (gerenciamento de resultados), mas com menor persistência dos lucros. Neste cenário, consideramos que menor persistência dos lucros, pode, estar associada à menor gerenciamento de resultados para suavização dos lucros o que pode levar à menor persistência dos resultados. No entanto, novos estudos são necessários para avaliar o cenário apresentado.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho tem o objetivo de analisar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros em empresas brasileiras listada na BM&FBOVESPA. A presente pesquisa contribui para a literatura de qualidade dos lucros ao ampliar os estudos existentes sobre o tema em ambiente institucional brasileiro. Apesar de haverem pesquisas com amostras de empresas em economias emergentes, até onde conhecemos, inexistem trabalhos neste sentido com amostra de empresas brasileiras na literatura brasileira e internacional. Além disso, este trabalho lança luz sobre as reais implicações da participação estatal no mercado de capitais brasileiro, contribuindo, com isso, para informar investidores sobre a qualidade dos lucros nestas empresas.

A análise dos dados efetuada nesta pesquisa demonstra resultados conflitantes com os resultados de pesquisas anteriores em cenários diferentes. A maioria da literatura internacional sobre o tema (o tema ainda é inexplorado em pesquisas nacionais), demonstra maior gerenciamento de resultados nas empresas em que o governo é acionista, ao que atribuem o fato de menor transparência e pior governança destas empresas.

No entanto, utilizando como medida os *accruals* discricionários, os resultados deste trabalho apontam em sentido inverso, ou seja, quanto maior a participação estatal, menor o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras, corroborando com resultados de pesquisas efetuadas com amostra de empresas chinesas (WANG e YUNG, 2011). A estrutura de incentivos peculiar destas entidades, tais como, ausência de opções de ações (*stock options*) à gestores, além do fato de estas empresas exercerem menor pressão em gestores para alcançar

metas de resultado pode explicar tais resultados. Adicionalmente, consideramos fator determinante deste resultado, também, o fato das SOEs brasileiras (incluindo-se dentre estas as sociedades de economia mista e, demais empresas em que o governo possui controle acionário indireto) estarem submetidas às normas de direito público e, com isso, ao controle externo exercido pela Corte de Contas Federal.

Os resultados da regressão da *proxy* EP demonstram que, no cenário brasileiro, SOEs apresentam menor persistência dos lucros, o que leva a menor acurácia para projetar resultados futuros. O entendimento do motivo desta evidência demanda maiores estudos, mas pode ter relação com a qualidade de analistas que seguem as empresas e com projeções voluntariamente fornecidas ao mercado pelas companhias privadas em volume superior ao das controladas pelo governo. Outro fator a se considerar é o fato de menores níveis de gerenciamento dos resultados para suavização dos resultados nestas empresas, o que pode resultar em menor persistência dos resultados.

A análise dos resultados encontrados leva às seguintes constatações: no cenário brasileiro, SOEs apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados o que leva à maior transparência e à maior qualidade dos lucros, e, conseqüentemente, à maior confiabilidade dos dados apresentados. A menor persistência dos lucros em SOEs brasileiras nos leva a inferir que a concentração de capital, característica do cenário brasileiro, afeta a acurácia ao prever resultados futuros destas empresas.

Concluindo, conforme os resultados apresentados neste trabalho, podemos constatar que a Hipótese da Interferência Política formulada por Ben-Nasr et al. (2015), se aplica à realidade do cenário brasileiro, no entanto, em sentido inverso aos resultados apresentados pelos autores de maior gerenciamento de resultados, e

menor qualidade dos lucros. Neste sentido, pode-se inferir que, em SOEs brasileiras, a participação estatal contribui para melhor qualidade dos lucros, maior resposta dos investidores aos lucros, no entanto, menor persistência e sustentabilidade dos resultados reportados.

REFERÊNCIAS

- AN, Z.; LI, D.; YU, J. Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. **Journal of Banking & Finance**, v. 68, p. 131-152, July 2016.
- ANCTIL, R.M.; CHAMBERLAIN, S. Determinants of the Time Series of Earnings and Implications for Earnings Quality. **Contemporary Accounting Research**, v. 22, n. 3, p. 483-517, 2005.
- AROCENA, P.; OLIVEROS, D. The efficiency of state-owned and privatized firms: Does ownership make a difference? **International Journal of Production Economics**, v. 140, n. 1, p. 457-465, 2012.
- AZEVEDO, F.B.; DA COSTA, F.M. Efeito da troca da firma de auditoria no gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, 2012.
- BALL R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, pp. 159-178, 1968.
- BEBCHUK, L. A.; ROE, M. J.A. Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. **Stanford Law Review**, v. 52, 1999.
- BEN-NASR, H.; BOUBAKRI, N.; COSSET, J. Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners. **Journal of Accounting & Public Policy**, v. 34, n. 4, p. 392-416, July 2015.
- BEN-NASR, H.; COSSET, J. State Ownership, Political Institutions, and Stock Price Informativeness: Evidence from Privatization. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 179-199, Dec. 2014.
- BHASA, M.P. Ownership Structure and Performance of Listed State-Owned Enterprises Vis-à-Vis Comparable Private Enterprises: Evidence from India. IUP **Journal of Corporate Governance**, v. 14, n. 3, p. 7-24, July 2015.
- BHATTACHARYA, N.; DESAI, H.; VENKATARAMAN, K. Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 2, 2013.
- BINHOTI, F.A. **A Presença do Estado Através das Empresas Estatais na Bolsa de Valores BM&FBovespa**. Monografia do Curso de Ciências Econômicas da UFSC. 2008.
- BOUBAKRI, N.; COSSET, J.C.; WALID, S. The Political Economy of Residual State Ownership in Privatized Firms: Evidence From Emerging Markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 2, 2011.
- BOUBAKRI, N.; GUEDHAMI, O.; SAFFAR, W. Geographic location, foreign ownership, and cost of equity capital: Evidence from privatization. **Journal of Corporate Finance**, v. 38, p. 363-381, 2016.
- BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; GUEDHAMI, O. From state to private ownership: Issues from strategic industries. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 2, p. 367-379, Feb. 2009.

BOUBAKRI, N; COSSET, J; GUEDHAMI, O. Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries. **Journal of Corporate Finance**, v. 11, n. 5, p. 767-790, Oct. 2005.

BOUBAKRI, N; COSSET, J; GUEDHAMI, O. Privatization, corporate governance and economic environment: Firm-level evidence from Asia. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 12, n. 1, p. 65, 2004.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; SAFFAR, W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. **Journal of Financial Economics**, v. 108, n. 3, p. 641-658, June 2013.

BOUBAKRI, N; GUEDHAMI, O.; MISHRA, D.; SAFFAR, W. Political connections and the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 3, p. 541-559, June 2012.

BREHM, J; GATES, S. Bureaucratic Politics Arising From, Not Defined by, a Principal-Agency Dyad. **Journal of Public Administration Research & Theory**, v. 25, n. 1, p. 27-42, Jan. 2015.

BURGSTAHLER, D.C.; EAMES, M.J. Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decrease: Are Analysts Fooled?. **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 2, p. 253-294, 2003.

BURGSTAHLER, D.C.; DICHEV, I.D. Earnings, adaptation and equity value. (cover story). **Accounting Review**, v. 72, n. 2, 187, Apr. 1997.

CAMERAN, M.; CAMPA, D., PETTINICCHIO, A. IFRS Adoption Among Private Companies: Impact on Earnings Quality. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 29, n. 3, 2014.

CAPALBO, F.; PALUMBO, R. The Imperfect Match of Public Accountability of State-Owned Enterprises and Private-Sector-Type Financial Reporting: The Case of Italy. **Australasian Accounting Business & Finance Journal**, v. 7, n. 4, p. 37-50, Dec. 2013.

CAVALIER-ROSA, G.; TIRAS, S.L. Brazil's adoption of IFRS: fertile ground for examining earnings management. **Brazilian Business Review (English Edition)**, 10, 4, p. 133-146, Oct. 2013.

CHEN, C.; GOTTI, G.; HERRMANN, D.; SCHUMANN. Earnings Quality of Foreign versus U.S. Reverse Mergers: Geographical Location or Firm-Level Incentives? **Journal of International Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 49-66, 2016.

CHRISTOPHER, C. Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 36, n. 2, p. 303-370, 2016.

CLÒ, S.; DEL BO, C.F.; FERRARIS, M., FLORIO, M., VANDONE, D. Public Enterprises in the Market for Corporate Control: Recent Worldwide Evidence. **Annals of Public & Cooperative Economics**, v. 86, n. 4, p. 559-583, Dec. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. CPC-18: **Investimento em Coligada, em Controlada e em Empreendimento Controlado em Conjunto**. Brasília, dez. 2012. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=49>>. Acesso em: 15 maio 2017.

CONSONI, S.; COLAUTO, R.D.; LIMA, G. A. S. F. A Divulgação Voluntária e o Gerenciamento de Resultados Contábeis: Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista da Contabilidade e Finanças – USP**, v. 28, n. 74, p. 249-263, mai/ago, 2017.

CUONG DUC, P.; CARLIN, T.M. Financial Performance of Privatized State-Owned Enterprises (SOEs) in Vietnam. **Journal of International Business Research**, v. 7, n. 3, p. 105-125, June 3, 2008.

D'SOUZA, J.; MEGGINSON, W.L.; NASH, R.C., 2011. Why do privatized firms improve performance? Evidence from Developed Countries. **Unpublished working paper. University of Oklahoma.**

DA SILVA J.R., D.T.; LOPES, A.B.; CORRAR, L.J. Avaliação Empírica do Modelo de Burgstahler e Dichev no Mercado Brasileiro. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, p. 145-161, 2007.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting & Economics**, v. 50, n. 2/3, p. 344-401, Dec. 2010.

DECHOW, P.M.; HUTTON, A.P.; KIM, J.H.; SLOAN, R.G. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275-334, May 2012.

DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G.; SWEENEY, A.P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, n. 1, p. 1-36, 1996.

DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G. Detecting Earnings Management. **Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, Apr. 1995.

DEMERJIAN, P.R.; LEV, B.; LEWIS, M.F.; MCVAY, S.E. Managerial Ability and Earnings Quality. **The Accounting Review**, v. 88, n. 2, 2013.

DURNEV, A.; FAUVER, L. Stealing from Thieves from Governance and Performance When States are Predatory. Working Paper. **McGrill University**, 2007. Disponível em: <<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/15736/1/WP2008-12a.pdf>>. Acesso em: 10 maio 2017.

DUTILLIEUX, W.; FRANCIS, J.R.; WILLEKENS, M. The Spillover of SOX on Earnings Quality in Non-U.S. Jurisdictions. **Accounting Horizons**, v. 30, n. 1, March 2016.

EDGERTON, J. Agency Problems in Public Firms: Evidence from Corporate Jets in Leveraged Buyouts. **Journal of Finance**, v. 67, n. 6, p. 2187-2213, Dec. 2012.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, Jan. 1989.

EVANS, M.E.; HOUSTON, R.W.; PETES, M.F.; PRATT, J.H. Reporting Regulatory Environments and Earnings Management: U.S. and Non-U.S. Firms Using U.S. GAAP or IFRS. **Accounting Review**, v. 90, n. 5, Pages1969-1994, Sept. 2015.

DA SILVA, A.F.; WEFFORT, E.F.; FLORES, E.S.; DA SILVA, G.P. Earnings Management and Economic Crises in the Brazilian Capital Market. **RAE -Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 3, p. 268-283, May 2014.

- FERREIRA, A.; CARVALHO, J.; PINHO, F. Earnings Management Around Zero: A motivation to local politician signalling competence. **Public Management Review**, v. 15, n. 5, p. 657-686, June 2013.
- FLORIO, M. Rethinking on public enterprise: editorial introduction and some personal remarks on the research agenda. **International Review of Applied Economics**, v. 27, n. 2, p. 135-149, Mar. 2013.
- FRANCIS, J.R. MICHAS, P.N., SEAVEY, S.E. Does Audit Market Concentration Harm the Quality of Audited Earnings? Evidence from Audit Markets in 42 Countries. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 1, 2013.
- MACHADO, R.F.; COLAUTO, R.D. Divulgação compulsória e sua relação com suavização de resultados: evidências em empresas paranaenses de economia mista. Compulsory disclosure and its relationship to income smoothing: Evidences in State-Owned of Paraná. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 3, p. 103-120, Sept. 2016.
- GANG, W. Ownership Structure, Corporate Governance and Company Performance in China. **Asia Pacific Business Review**, v. 13, n. 4, p. 519-545, Oct. 2007.
- GIVOLY, D.; HAYN, C.K.; KATZ, S.P. Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, 2010.
- GOLDENG, E; GRÜNFELD, LA; BENITO, GG. The Performance Differential between Private and State Owned Enterprises: The Roles of Ownership, Management and Market Structure. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 7, p. 1244-1273, Nov. 2008.
- GRACE, M. F; LEVERTY, J. T. Political Cost Incentives for Managing the Property-Liability Insurer Loss Reserve. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 1, p. 21-49, Mar. 2010.
- GREILING, D; GRÜB, B. Towards Citizen Accountability of Local Public Enterprises. **Annals of Public & Cooperative Economics**, v. 86, n. 4, p. 641-655, Dec. 2015.
- GU, J.; SEMBA, H. Can Overseas Investment Improve Earnings Quality? **Journal of Developing Areas**, v. 50, n. 5, 2016.
- GYÖRGY, A. Agency Problems in the Public Sector. **Annals of the University of Oradea, Economic Science Series**, v. 21, n. 1, p. 708-712, July 2012.
- HADANI, M.; GORANOVA, M.; KHAN, R. Institutional investors, shareholders activism, and earnings management. **Journal of Business Research**, v. 64, Jan, p.1352-1360, Jan, 2011.
- HOPPE, E.I.; SCHMITZ, P.W. Public-private partnerships versus traditional procurement: Innovation incentives and information gathering. **RAND Journal of Economics**, v. 44, n. 1, p. 56-74, 2013.
- HWANG, L.S.; LEE, W.J. Do Takeover Defenses Impair Equity Investors' Perception of "Higher Quality" Earnings? **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 27, n. 3, 2011.
- JAGGI, B., MITRA, S.; HOSSAIN, M. Earnings Quality, Internal Control Weaknesses and Industry-specialist audits. **Review Quantitative Finance and Accounting**, v. 45, n. 1, July, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1007/s11156-013-0431-3>>. Acesso em: 19 fev. 2017.

- JENSEN, M.C; MECKLING, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JOHNSON, E.N.; et al. Managers' Ethical Evaluations of Earnings Management and Its Consequences. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 3, p. 910-927, 2012.
- JONES, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p.193-228, Sept. 1991.
- KEDIA, S.; KOH, K.; RAJGOPAL, S. Evidence on Contagion in Earnings Management. **Accounting Review**, v. 90, n. 6, p. 2337-2373, Nov. 2015.
- KIM, J.; CHUNG, H. Empirical Study on the Performance of State-owned Enterprises and the Privatizing Pressure: The Case of Korea. **Graduate School of Public Administration**, Seoul National University, 2007.
- KOČENDA, E; HANOUSEK, J. State ownership and control in the Czech Republic. **Economic Change & Restructuring**. v. 45, n. 3, p. 157-191, 2012.
- KORNAL, J. Resource Constrained Versus Demand-Constrained Systems. **Econométrica**, v. 47, n. 4, 1979.
- KOWALSKI, P.; BUGÉ, M.; SZTAJEROWSKA, M.; EGELAND, M. "State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications", **OECD Trade Policy Papers**, No. 147, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k4869ckqk7l-en>. 2013.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, R.; VISHNY, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**. v. 54, p. 471-517, 1999.
- LAFOND, R. Discussion of "CEO Reputation and Earnings Quality". **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 1, 2008.
- LE, T.V.; O'BRIEN, J.P. Can Two Wrongs Make a Right? State Ownership and Debt in a Transition Economy. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 7, p. 1297-1316, 2010.
- LE, T.; BUCK, T. State ownership and listed firm performance: a universally negative governance relationship?. **Journal of Management & Governance**, v. 15, n. 2, p. 227-248, May 2011.
- LEAL, J.S.S. Os Limites do Controle Externo da União Sobre Empresas Controladas Direta e Indiretamente Por Sociedades de Economia Mista. **Biblioteca Digital do Tribunal de Contas da União**, 2006. Disponível em: <<http://portal.tcu.gov.br/comunidades/producao-de-conhecimento/?assuntoRI=Sociedade%20de%20economia%20mista&temaRI=Poder%20Legislativo>>. Acesso em: 03 fev. 2018.
- LEGORIA, J.; MELENDREZ, K.; REYNOLDS, J. Qualitative audit materiality and earnings management. **Review of Accounting Studies**, v. 18, n. 2, p. 414-442, June 2013.
- LI, F. Earnings Quality Based on Corporate Investment Decisions. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 3, June 2011.
- LIAO, J.; YOUNG, M. The impact of residual government ownership in privatized firms: New evidence from China. **Emerging Markets Review**, v. 13, 2012.

LIMA, A.S.; DE CARVALHO, E.V.A.; PAULO, E.; GIRÃO, L.F. de A.P. Estágios do Ciclo de Vida e Qualidade das Informações Contábeis no Brasil. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 3, 2015.

MARTINEZ, A. L. Earnings management in Brazil: a survey of the literature. **Brazilian Business Review (English Edition)**. v. 10, n. 4, p. 1-29, Oct. 2013.

MAHER, M. W. 1980 COMPETITIVE MANUSCRIPT AWARD, The Impact of Regulation Controls: Firms' Response to the Foreign Corrupt Practices Act. **The Accounting Review**, v. 56, n. 4, 751, Oct. 1981

MAJONE, G. Two logics of delegation: agency and fiduciary relations in EU governance. **European Union Politics**, v. 2, p. 103-122, 2001.

MARTINEZ, A.L. Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os Accruals Discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, v. 46, p. 7-17, Jan. 2008.

MCNICHOLS, M.; WILSON, G.P. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, n. 3, p. 1-31, Dec. 1988.

MEGGINSON, W.L.; NETTER, J.M. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. **Journal of Economic Literature**, v. 39, n. 2, 321, June 2001.

MILICZ, Á. Market Role of the State and Possibilities to Control this Role at Public Enterprises. **Public Finance Quarterly** (0031-496X), v. 61, n. 2, p. 199-223, June 2016.

MOE, T. M. The New Economics of Organization. **American Journal of Political Science**, v. 28, n. 4, p. 739, Nov. 1984.

MORCK, R.; YEUNG, B.; YU, W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 215-260, 2000.

MÜHLENKAMP, H. From State to Market Revisited: A Reassessment of the Empirical Evidence on the Efficiency of Public (and Privately-Owned) Enterprises. **Annals of Public & Cooperative Economics**, v. 86, n. 4, p. 535-557, Dec. 2015.

MUSACCHIO, A., LAZZARINI, S. G. Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business: Brazil and Beyond. **Cambridge: Harvard University Press**, 2014.

MUZATKO, S.; TECLEZION, M. The Relationship Between Audit Fees and Earnings Quality of Financial Institutions. **Journal of Accounting and Finance**, v. 16, n. 5, 2016.

OECD. “Brazil: History and Lessons” in State-Owned Enterprises in Development Process, **OECD Publishing**, Paris, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264229617-en>>. Acesso em: 22 fev. 2017.

_____. State-Owned Enterprises in the Development Process, **OECD Publishing**, Paris, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264229617-en>>. Acesso em: 22 fev. 2017.

- PELTIER-RIVEST, D. The Determinants of Accounting Choices in Troubled Companies. **Quarterly Journal of Business & Economics**, v. 38, n. 4, p. 28, Sept. 1999.
- PEROTTI, P.; WAGENHOFER, A. Earnings Quality Measures and Excess Returns. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 41, n. 5, June/July 2014.
- PETERSON, K.; SCHMARDEBECK, R.; WILLKS, T.J. The Earnings Quality and Information Processing Effects of Accounting Consistency. **The Accounting Review**, v. 90, n. 6, 2015.
- PIMENTEL, R.C. Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 26, n.69, p. 290-303. 2015.
- RAPOSO, C.; GAIO, C.C. Corporate Governance and Earnings Quality: International Evidence. **Journal of Accounting and Finance**, v. 14, n. 3, 2014.
- REYAD, S.M.R. The Role of Auditing Quality as a tool of Corporate Governance in Enhancing Earnings Quality: Evidence from Egypt. **International Management Review**, v. 9, n. 2, 2013.
- SCHROEDER, J.H. The Impact of Audit Completeness and Quality on Earnings Announcement GAAP Disclosures. **The Accounting Horizons**, v. 91, n. 2, March 2016.
- SHAPIRO, S. P. Agency Theory. **Annual Review of Sociology**, v. 31, p. 263-284, Aug. 2005.
- SHINONG, W.; NIANHANG, X.; QINGBO, Y. State Control, Legal Investor Protection, and Ownership Concentration: Evidence from China. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 2, p. 176-192, 2009.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Politicians and Firms. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, p. 995-1025, 1994.
- SHUGHART, W. F. II, RAZZOLINI, L. **The Elgar Companion to Public Choice**. Northampton, Mass.: Edward Elgar, 2001.
- SINGER, Z.; YOU, H. The Effect of Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act on Earnings Quality. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 26, n. 3, 2011.
- SOKOL, D. D. Competition Policy and Comparative Corporate Governance of State-Owned Enterprises. **Brigham Young University Law Review**, v. 6, p. 1713-1812, 2009.
- SONG, J.; WANG, R.; CAVUSGIL, S. T. State ownership and market orientation in China's public firms: An agency theory perspective. **International Business Review**, v. 24, n. 4, p. 690-699, 2015.
- SOUSA, E.F.; GALDI, F.C. The Relationship Between Equity Ownership Concentration and Earnings Quality: Evidence from Brazil. **Revista de Administração – USP**, v. 51, 2016.
- SU, D. State Ownership, Corporate Tournament and Executive Compensation: Evidence from Public Listed Firms in China. **Singapore Economic Review**, v. 56, n. 3, p. 307-326, 2011.

SWEENEY, A.P. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. **Journal of Accounting & Economics**, v. 17, n. 3, p. 281-308, 1994.

TRIEN, L; CHIZEMA, A. State Ownership and Firm Performance: Evidence From Chinese Listed Firms. **Organizations & Markets in Emerging Economies**, v. 2, n. 2, p. 72-90, 2011.

WANG, L; YUNG, K. Do State Enterprises Manage Earnings More than Privately Owned Firms? The Case of China. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 38, n. 7/8, p. 794-812, 2011.

WATTS, L.R.; ZIMMERMAN, J.L. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. **The Accounting Review**, v. 53, n. 1. 1978.

WONG, Simon CY. Improving corporate governance in SOEs: An integrated approach. **Corporate Governance International**, v. 7, n. 2, 2004.

WOOLDRIDGE, A. The Rise of State Capitalism. **The Economist**. Jan, 2012. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/21543160>>. Acesso em: 22 fev. 2017.

ZHOU, B.; GUO, J.M.; HUA, J.; DOUKAS, A. Does State Ownership Drive M&A Performance? Evidence from China. **European Financial Management**, v. 21, n. 1, p. 79-105, 2015.

ZIMMERMAN, J. L. The Costs and Benefits of Cost Allocations. **The Accounting Review**, v. 54, n. 3, p. 504, 1979.

APÊNDICE A – Acionistas Institucionais Considerados Governo na Pesquisa

ACIONISTA	CARACTERÍSTICA
521 Participacoes S/A	Empresa em que o Fundo de Investimentos do Banco do Brasil é o único acionista.
AES Elpa	Empresa em que a Brasileira possui mais de 90% das ações.
AES Tietê Energia SA	Empresa em que a empresa Brasileira (consultar dados da empresa) é o maior acionista.
AES Tiete Participacoes	Empresa em que a empresa Brasileira (consultar dados da empresa) é o maior acionista.
Banco Banerj S/A	Empresa em que o governo do estado do RJ é o maior acionista.
Banco Banestado S/A	Empresa em que o governo do Estado do PR é o maior acionista.
Banco do Brasil S.A.	Empresa em que a União é o maior acionista.
Banco do Estado de Sao Paulo S/A – Banespa	Empresa controlada pelo governo de SP.
Banco Espirito Santo S/A	Empresa em que o governo do ES é o maior acionista.
Banco Regional de Desenv Ext Sul	Instituição financeira de fomento controlada pelos Estados do Sul
Banespa S/A Adm Cart e Servicos	Empresa controlada pelo estado de SP.
Banespa S/A Corret Cambio e Titulo	Empresa controlada pelo governo de SP.
Banesprev Fundo Banespa Seg Soc	Empresa de investimentos do Banesprev.
Banestado S/A Corr. de Seguros	Empresa controlada pelo Banestado que é empresa controlada pelo governo do estado de PR.
BB Acoes Ibrx Indexado FICFI	Fundo de investimentos controlado pelo Banco do Brasil.
BB Banco de Investimento S/A	Fundo de investimentos gerido pelo Banco do Brasil.
BB Carteira Ativa FIA	Fundo de investimentos do Banco do Brasil.
BB Carteira Livre I FIA	Fundo de investimentos em ações do Banco do Brasil.
BB Dtvn S/A	Fundo de investimentos controlado pelo Banco do Brasil.
BB Fgeduc FI Mult	Fundo de investimento do Banco do Brasil.
BB Fgo FIA	Fundo de investimentos do Banco do Brasil.
BB RF IV FI RF LP	Fundo de investimentos do Banco do Brasil.
BB Top Ações Dividendos FI	Fundo de investimentos do Banco do Brasil
BNDES - Banco Nac de Desenvol Economico e Social	Empresa controlada pela União.
Bndespar - BNDES Participacoes SA	Empresa de participações do BNDES.
Bonaire Participacoes S/A	Empresa em que Fundação Petros e Fundação Sabesprev são os maiores acionistas.
Brasileira Energia S.A.	Empresa em que o BNDES possui cerca de 50% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais.
Braskem S.A.	Empresa em que a Petrobras possui 47% das ações.
BRF - Brasil Foods S.A.	Empresa que possui com acionistas Petros e Previ.
BRF S.A	Empresa que possui com acionistas Petros e Previ.

Caixa Adm. Div. Pub. Estado-Cadip	Caixa de Adm de Dívida Pública do Estado do RS.
Caixa Benef Func do Banespa/Cabesp	Caixa de benefícios do Banespa e Cabesp.
Caixa Brasil Associacao S.A.	Associação de Pessoal da Caixa Econômica Federal.
Caixa Economica Federal	Empresa estatal.
Caixa FI Exclusivo I Mult	Fundo de investimentos da Caixa Econômica Federal.
Caixa Participacoes SA Caixapar	Empresa de participações da Caixa Econômica Federal.
Caixa Prev Func Banerj Previ	Fundo de previdência dos funcionários do Banerj.
Caixa Prev Func BNB - Capef	Caixa de previdência dos funcionários do Banco do Nordeste (banco em que a União é o maior acionista).
Caixa Seguros Holding S.A.	Empresa de seguros da Caixa Econômica Federal.
Celos Plus FI Mult	Fundação de seguridade social da Celesc que é empresa controlada pelo Estado de SC.
Cemig - Cia Energetica de MG	Empresa em que o Estado de Minas Gerais detém controle acionário.
Cemig Geracao e Transmissao S.A	Empresa em que o governo de MG detém controle acionário.
Centrais Eletricas de Santa Catarina	Empresa controlada pelo governo de SC.
Cesp Cia Energetica de Sao Paulo	Empresa controlada pelo governo estadual de SP.
Cia de Desenv. do Est. de Sta. Catarina – Codesc	Empresa de fomento controlada pelo governo de SC
Cia Paulista de Adm de Ativos-Cpa	Empresa de administração de dívida pública controlada pelo governo de SP.
Cia Siderurgica Nacional	Empresa estatal controlada pelo governo federal.
Clube de Inv.Empr - Cesp/Tiete	Clube de investimentos da Cesp que é empresa controlada pela Estado de SP.
Coelba - Cia de Elet do Est da Bahia	Empresa em que a Neoenergia (ver dados da Neoenergia) possui mais de 90% das ações.
Companhia Goias de Participacoes	Empresa criada pelo governo de Goiás para participação acionária em outras empresas.
CPFL Energia S.A.	Empresa que possui como controladores indiretos: Fundo de Investimento em Ações Energia 114 (veículo de participação da Fundação CESP), Fundação Sistel de Seguridade Social - SISTEL, Fundação Petrobras de Seguridade Social - PETROS, Fundação Sabesp de Seguridade Social - SABESPREV.
Cx FI Garant Const Naval Mult Cred Priv	Fundo administrado pela Caixa Econômica Federal.
Eletrobras - Centrais Eletricas Brasileiras S.A.	Empresa em que a União detém mais de 50% das ações.
Energia São Paulo FI em Ações	Fundo de investimentos em a Fundação Sistel, Fundação Petros e Sabesprev são acionistas totalizando mais de 40% das ações.
Estado de Goias	Governo estadual.
Estado de Minas Gerais	Governo estadual.
Estado de Pernambuco	Governo estadual.
Estado de Santa Catarina	Governo estadual.
Estado do Ceara	Governo estadual.
Estado do Maranhao	Governo estadual.
Estado do Para	Governo estadual.
Estado do Parana	Governo estadual.
Estado do Piaui	Governo estadual.

Estado do Rio Grande do Sul	Governo estadual.
Fasbemge - Fund.Bemge Seguridade Social	Fundação de seguridade social do Banco do Estado de MG.
Fdo Garantidor Das Parcerias Publico Priv	Fundo controlado e gerido por bancos oficiais (BNDES, Caixa e Banco do Brasil)
Fdo. Apoio Contrb. Est.SP-Funac	Fundo de Apoio ao Contribuinte controlado pelo governo de SP.
Fibria Celulose S.A	Empresa em que o maior acionista é o BNDESPAR desde 2009.
Financiadora de Estudos e Projetos Finep	Fundo de financiamento de projetos tecnológicos controlado pela União.
Fmia Carteira Livre BB	Fundo de investimentos do Banco do Brasil.
Fnd Fundo Nacional de Desenvolvimento	Fundo de investimentos controlado pela União e gerido pelo BNDES.
FPS Fundo de Participacao Social	Fundo de investimentos do PIS/PASEP controlado pela União.
Funcef-Fundacao Economiarios Federais	Fundo de pensão dos funcionários da Caixa Econômica Federal.
Fund A e Prev Social do BNDES/Fapes	Fundo de previdência controlado pela BNDES.
Fund Coelba Ass Seg Social/Faelba	Fundo de previdência da COELBA empresa controlada pela empresa Neoenergia que é controlada pela PREVI.
Fund Embratel de Seg Social/Telos	Fundo de seguridade social da Embratel.
Fund Seg Soc Embrapa Embrater/Ceres	Fundo de seguridade social da Embrapa e Emater-MG.
Fundacao Baneb de Seg. Social Base	Fundação criada para gestão da previdência social dos antigos funcionários do extinto Baneb.
Fundacao Banestado de Seg. Social	Fundação do Banestado que é empresa controlada pelo governo do PR.
Fundacao Banestes de Seg. Social	Fundo de seguridade social do Banestes.
Fundacao Banrisul de Seg Social	Fundação de seguridade social patrocinada pelo Banrisul - Banco do Estado do RS.
Fundacao Bco.Central Prev.Priv. -Centrus	Fundação de previdência privada patrocinada pelo Banco Central.
Fundacao Celesc Seguridade Social-Celos	Fundação controlada pela Celesc que é empresa controlada pelo estado de SC.
Fundacao Cesp	Fundação de administra planos de previdências de empresas em que o governo possui o controle acionário (especialmente CESP).
Fundacao Eletrobras de Seguridade Social Eletros	Fundação controlada pela Eletrobras que é uma empresa em que o governo detém o controle acionário.
Fundacao Petrobras de Seguridade Social-Petros	Fundo de pensão e previdência complementar da Petrobras.
Fundo de Gar de Op de Cred Educ Fgeduc	Fundo de garantia de operações de crédito estudantil pelo Ministério da Educação.
Fundo de Garantia Para Construção Naval	Fundo controlado pela Caixa Econômica Federal.
Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FI-FGTS	Fundo de investimentos do FGTS controlado pela União.
Fundo Garantia de Operações Fgo	Fundo de garantia de operações controlado pelo Banco do Brasil.
Fundo Garantidor A Exportação	Fundo controlado pelo BNDES.
Fundo Garantidor Para Investimentos Fgi	Fundo de investimentos do BNDES.
Fundo Mutuo Inv. em Ações Cart.Liv - BB Ações Price	Fundo de investimentos do Banco do Brasil.
Fundo Pensoes do Banco Espírito Santo Gov. Federal - Minist. Minas e Energia	Fundo de Pensões do Banco do Estado do ES. Governo federal.

Governo do Distrito Federal	Governo do DF.
Governo do Estado de São Paulo	Governo estadual.
Governo do Estado de Sergipe	Governo estadual.
Governo do Estado do Espírito Santo	Governo estadual.
Gtd Participacoes S/A	Empresa de participação acionária que tem como acionista PREVI, Fundo de Seguridade Social da BNDES, Fundo de Seguridade Social da Eletrobras, Fundação Petros.
Instituto de Prev Municipiario de R	Fundo de previdência do município de Ribeirão Preto.
Instituto Seguridade Social/Portus	Fundo de seguridade social patrocinado por entidades do setor público.
Instituto Serpro Seguridade Social	Fundação de previdência privada patrocinada pelo Ministério da Previdência Social.
Investidores Institucionais FIP	Fundo de investimento institucionais com participação PREVI e FUNCEF que integram mais de 20% de participação. O maior acionista é o Citigroup.
JBS S.A.	Empresa em que o BNDES é o segundo maior acionista.
Light Energia SA	Empresa em que CEMIG e BNDESpar são acionistas.
Litel Participacoes S/A	Empresa em que a PREVI e Fundação Petros são os maiores acionistas.
Luce Empreendimentos e Participacoes (Lepsa)	Empresa em que a CEMIG é o maior acionista e o estado de MG é o maior acionista da CEMIG.
Misa - Maranhao Investimentos S.A.	Sociedade de economia mista criada pelo governo estadual do Maranhão com recursos do Tesouro Estadual, tendo sido a MISA sócio controlador da empresa de energia elétrica estadual do MA.
Municipios	Governo municipal.
Neoenergia S/A	Empresa criada a partir da desestatização das empresas COELBA, CELPE e COSERN, e a qual possui como acionistas a PREVI (atualmente com 39% das ações) e o Banco do Brasil Investimentos possui cerca de 10% das ações.
Nossa Caixa Nosso Banco S/A	Empresa controlada pelo Estado de SP que agora tem como maior acionista o Banco do Brasil.
Parana Investimentos S/A	Fundo de investimentos do Banco do Paraná.
Paranapanema S/A Min, Ind e Const	Empresa formada com participação da PREVI, Caixa Econômica Federal e fundo de previdência da Petrobrás PETROS, totalizando estas entidades mais de 50% das ações da empresa.
Petrobras Quimica S/A Petroquisa	Empresa controlada pela União.
Petroleo Brasileiro S/A Petrobras	Empresa em que a União detém mais de 50% das ações.
Pmsp Prefeitura Mun São Paulo	Governo municipal.
Prece Previdencia da Cedae	Empresa de seguridade social dos funcionários da Cedae - Companhia de Água e Esgoto do RJ em que o governo é o único acionista.
Prefeitura Municipal de Belem	Governo municipal.
Prefeitura Municipal de Belo Horizonte	Governo municipal.
Prefeitura Municipal de Ribeirao Preto	Governo municipal.
Prefeituras Municipais	Governo municipal.
Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	Fundo de previdência controlado pelo Banco do Brasil.

Rme Rio Minas Energia Part. S/A	Empresa em que a CEMIG (empresa em que o governo de MG é o 1º acionista) é o primeiro maior acionista.
Santa Catarina Part e Invest	Empresa de participações e investimentos em que o estado de SC é o maior acionista com mais de 90% das ações.
Sc Parcerias S/A	Empresa controlada pelo governo de SC.
Sec de Est da Faz de Santa Catarina	Governo estadual.
Sec de Est de Faz do Distrito Federal	Governo estadual.
Superintendencia de Desenv da Amazonia	Entidade pública do governo federal.
Tele Norte Leste Part SA	Empresa que em sua composição acionária possui as empresas: Telemar de qual o BNDES é acionista; a LF Tel do qual a La Fonte é acionista (empresa que a Previ possui cerca de 20% das ações; e a Jereissati Participações empresa da qual a Previ detém 13,14% das ações ordinárias e 21,95% das ações preferencias.
Telebras S/A	Empresa em que a União detém 57,61% das ações e o FINEP detém 33,17% das ações. Empresa vinculada ao Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações.
Telecom de Sao Paulo/Telesp	Empresa controlada pelo governo estadual de SP até 1998.
Telemar Participacoes S.A.	Empresa que possui como acionistas: BNDES, PREVI, FUNCEF e Fundação Petros totalizando mais de 30% das ações.
Telesp Participacoes	Empresa controlada pelo estado de SP.
União Federal (Tesouro Nacional)	Governo federal.
Vale S.A.	Empresa em que o BNDES é o segundo maior acionista e a LITEL (PREVI é o maior acionista na Litel) é o primeiro acionista.
Valepar S.A.	Empresa na qual são acionistas o BNDES e Litel Participações, empresa essa formada por 78% de participação de investimentos do Banco do Brasil.

Os nomes das empresas aparecem da forma em que estão escritos e abreviados na base de dados Econômica.