

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

CÉSAR CAMILO MAXIMIANO DA MOTA COTRIM

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**VITÓRIA
2018**

CÉSAR CAMILO MAXIMIANO DA MOTA COTRIM

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

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 do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth

**VITÓRIA
2018**

CÉSAR CAMILO MAXIMIANO DA MOTA COTRIM

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

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 – nível Profissionalizante.

Aprovado em 23 de agosto de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

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

Prof. Dr.: FABIO YOSHIO SUGURI MOTOKI

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

Prof^a. Dra.: SILVANIA NERIS NOSSA

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

Dedico este trabalho aos meus pais, Wilson (*in memoriam*) e Editih, à minha esposa Angelita, e aos meus filhos, Henrique e Helena.

AGRADECIMENTOS

A Deus, por me conduzir neste processo de transformação e amadurecimento.

Aos meus pais, pelo exemplo de vida e de lutas.

À minha esposa Angelita, pelo suporte aos meus filhos nas minhas ausências, demonstrando companheirismo, apoiando, incentivando e cuidando de mim.

Aos meus filhos, Henrique César e Helena Beatriz, fontes de amor e sentido para minha vida.

Ao IPOG, por meio dos acionistas Paulo e Leonardo, o qual viabilizou financeiramente este estudo.

Aos colegas do mestrado, em especial aos companheiros de viagem: Marcelo Aquino, Ronivaldo e Edilson Jr, que passaram à condição de amigos, os quais sempre levarei em meu coração. Amizade construída no auxílio mútuo uns com os outros, dando forças e palavras positivas nos momentos mais difíceis de nossa jornada acadêmica.

Ao Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth, exemplo de profissional, pela luz e sabedoria compartilhadas comigo, colocando-me no trilho correto da dissertação.

RESUMO

A pesquisa teve por objetivo demonstrar se as práticas de governança foram capazes de inibir por parte dos gestores as práticas de gerenciamento de resultado, ao inflarem ou ao rebaixarem os lucros. A motivação para este estudo partiu da carência de pesquisas dessa natureza no Brasil e da necessidade de se estudar a eficácia das práticas de Governança em inibir o gerenciamento de resultados. Para viabilizar este estudo, fez-se necessária a coleta de dados das empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2017. As informações utilizadas no estudo foram extraídas da base de dados Economatica, onde foram analisadas 205 empresas listadas na B3, correspondendo a 2295 observações. Assim, foram feitos ajustes na base através da *winsorização* a 1% para retirada dos outliers e exclusão dos *missing*. Como metodologia, foi aplicado o modelo proposto por Jones 91, com dados em painel com efeitos fixos. Os resultados encontrados apontam indícios de que as ferramentas de governança corporativa foram eficazes para inibir o gerenciamento para cima, estatisticamente significativo em 1%, porém com menores efeitos de inibição quando observado o gerenciamento de resultado para baixo (*taking bath*). O trabalho deixa como contribuição ao esforço de melhoria nos sistemas de governança, os *stakeholders* para a necessidade de fortalecer os mecanismos de governança, no sentido de coibir com o alerta maior eficácia as práticas de gerenciamento de resultado, quando do rebaixamento de lucros.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultado; Governança corporative; *Taking bath*.

ABSTRACT

The aim of the research was to demonstrate if governance practices were able to inhibit managers from managing results, inflating or lowering profits. The motivation for this study was the lack of research of this nature in Brazil and the need to study the effectiveness of Governance practices in inhibiting the management of results. In order to make this study feasible, it was necessary to collect data from the companies listed in B3, from 2010 to 2017. The information used in the study was extracted from the Economatica database, which analyzed 205 companies listed in B3, corresponding to 2295 remarks. Thus, base adjustments were made through the 1% gainsorization for withdrawal of the outliers and exclusion of the missing. As a methodology, the model proposed by Jones 91 was applied, with panel data with fixed effects. The results show that the tools of corporate governance were effective in inhibiting management upwards, statistically significant at 1%, but with lower inhibition effects when considering the management of the result taking. The work leaves as a contribution to the improvement effort in the systems of governance, the stakeholders for the need to strengthen the mechanisms of governance, in the sense of curb with the alert more effective the practices of management of results, when profit reduction.

Keywords: Result management; Corporate governance; Taking bath.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Descrição das variáveis.....	30
Tabela 2: Seleção da amostra: governança com e sem status novo mercado	32
Tabela 3: Estatística descritiva	36
Tabela 4: Matriz de correlação	38
Tabela 5: Regressão - Gerenciamento de resultado positivo.....	39
Tabela 6: Regressão - Gerenciamento de resultado negativo	40

SUMÁRIO

Capítulo 1	9
1 INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1 ASSIMETRIA INFORMACIONAL.....	14
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADO.....	16
2.3 ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS	18
2.4 <i>TAKING BATH</i>	20
2.5 CORRELAÇÃO ENTRE A TROCA DO CEO E <i>TAKING BATH</i>	22
2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
Capítulo 3	28
3 METODOLOGIA	28
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA	29
3.2 MODELO E VARIÁVEIS DE CONTROLE	32
3.2.1.1 Variável dependente	33
3.2.1.2 Variáveis independentes.....	34
3.3 TRATAMENTO DOS DADOS	35
Capítulo 4	36
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	36
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	36
4.2 RESULTADOS DAS REGRESSÕES	39
Capítulo 5	42
5 CONCLUSÃO	42
REFERÊNCIAS.....	45

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Levando em consideração o interesse contínuo dos usuários da informação contábil sobre temas relacionados a gerenciamento de resultados e os efeitos de práticas de tais gerenciamentos nas organizações, a pesquisa aqui desenvolvida tem como objetivo avaliar se as boas práticas de Governança Corporativa são capazes de inibir o gerenciamento de resultado, tanto para cima (inflando ganhos), quanto para baixo (*taking bath*).

Estudos sobre *Earnings Management* têm sido apresentados nas principais revistas científicas americanas especializadas nas áreas de contabilidade, finanças e economia, desde a década de 1960 (FILDS; LYS; VINCENT, 2001). Os autores Xu, Taylor e Dugan (2007), ao realizarem sua revisão sobre a literatura que trata do gerenciamento de ganhos, encontraram um vasto e contínuo interesse sobre o tema, o qual segue em evolução dentro da pesquisa contábil.

Essa temática continua a ser foco de atenção da academia, em função dos distintos interesses de gestores (sejam eles CEO, CFO, etc.) e investidores. Na visão de Xu, Taylor e Dugan (2007), os motivos de o gerenciamento de ganhos vir sendo evidenciado têm ligação com o fato de os gestores quererem influenciar os resultados dos contratos, a exemplo dos acordos de remuneração e de dívidas. Os autores, nesse mesmo artigo alertaram que em países menos desenvolvidos pode haver outros motivos importantes para o gerenciamento de ganhos, a exemplo da evasão fiscal, o que sugere ser o Brasil um campo de estudos merecedor de atenção.

Vários estudiosos ao longo das últimas cinco décadas correlacionaram a governança corporativa às práticas de gerenciamento de resultado, a saber: Defond e Park (1997), Becker et al. (1998), Dichev (2002), Taylor (2007), Bowen et al. (2008), Dechow, Ge e Schrand (2010), Bekiris e Doukakis (2011), Bar-Yosef e Prencipe (2013), Cheng e Shevlin (2015), dentre outros. Esses cientistas de modo geral encontraram indícios de que as práticas de governança surtem efeitos positivos com relação à inibição do gerenciamento de resultado. Healy e Wahlen (1999) observaram que tais desvios ocorrem em grande medida por falhas nos mecanismos de controle das empresas e dessa forma abrem-se brechas para a prática de *Earnings Management*, expondo as organizações a esses tipos de desvios de comportamento por parte dos gestores.

Martinez (2010) descreve ter havido uma crescente valorização das práticas de governança, destacando o fortalecimento do papel do Conselho de Administração e a reformulação dos serviços de auditoria independentes como grandes ganhos trazidos por essas boas práticas ao inibir o gerenciamento de resultado. Malik (2015) reforça essa compreensão, discorrendo sobre os ganhos trazidos pela governança corporativa no ambiente corporativo. O autor afirma que a estrutura de gestão traz uma contribuição importante para garantir precisão e confiabilidade na divulgação das informações das empresas.

Em estudos de gerenciamento de ganhos buscam-se evidências estatísticas sobre a ocorrência da manipulação de resultado por parte dos gestores, segundo seus interesses e objetivos. Conforme explicam Christie e Zimmerman (1994), as escolhas dos gestores podem ocorrer de maneira eficiente, maximizando o valor da empresa, ou desviada de seu propósito maior, de forma intencional, privilegiando seus próprios interesses em detrimento dos interesses do investidor.

Fields, Lys e Vincent (2001) realizaram vasto estudo sobre gerenciamento de ganhos, tendo como base as pesquisas publicadas na década de noventa. Eles constataram que cerca de 10% dos artigos publicados nas três principais revistas contábeis americanas no referido período abordaram diretamente questões relacionadas a escolhas contábeis. Entretanto, pouca atenção foi dada ao *taking bath*, não recebendo essa variante de *Earnings Management* a mesma atenção que a prática de inflar lucros. Se nos EUA isso ocorreu, no Brasil ainda menos se pesquisou sobre o tema. Isso leva à necessidade de uma maior atenção dos cientistas que realizam pesquisas dessa natureza em nosso país.

Em seus estudos sobre gerenciamento de ganhos, Matsumoto e Parreira (2007) afirmam que este é um problema real, principalmente por encontrar amparo nas normativas contábeis, as quais oferecem mais de uma alternativa para se contabilizar um mesmo fato gerador, evidenciando uma lacuna onde os gerentes podem praticar o gerenciamento, sob arcabouço das normas. No entendimento de Healy e Wahlen (1999), as falhas dos mecanismos de controle abrem brechas à prática de gerenciamento de ganhos, reforçando os achados de Schipper (1989), Dechow (1994), e Defond e Jiambalvo (1994), sobre as condutas dos gerentes de favorecerem a si próprios.

Os autores Berikis e Doukakis (2011 p. 439) realizaram um estudo direcionado ao rebaixamento de ganhos e chegaram à compreensão de que as disposições de governança limitam com bom nível de eficiência os ganhos para cima, mas não surtem o mesmo efeito quando se trata de gerir os ganhos para baixo. Nesse entendimento, ao realizar a varredura nas pesquisas realizadas sobre gerenciamento de resultados no Brasil, não foram encontradas linhas de estudo que conduzissem a essa

compreensão. Este estudo busca fazer a investigação científica e observar se esse fenômeno se aplica às empresas que atuam na B3.

Sobre o conceito de *taking bath* — uma modalidade de gerenciamento, com características específicas e aplicadas em momentos distintos por que passa a empresa —, poucos estudos foram encontrados. Em virtude da lacuna de estudos que contemple o tema *taking bath*, especialmente no Brasil e no grupo de empresas listadas na B3, este estudo traz algumas compreensões à comunidade atenta ao tema.

Este estudo foi baseado no modelo de Jones (1991). Dechow et al. (1995), constataram que os modelos Jones e Jones modificado são as opções mais populares para estimar a acumulação discricionária. Os dados foram tratados e apresentados em formato de painel, devidamente empilhados, seguido de aplicação de regressão linear com efeito fixo, o que proporcionou viabilidade no tratamento dos dados e subsidiou as análises.

A pesquisa foi realizada com a estruturação dos dados em painel, com periodicidade das informações coletadas anualmente e a utilização do software Economatica. A base de dados estruturada foi tratada com a utilização do software Stata. Foi realizado um filtro para excluir as instituições financeiras e em seguida, foram eliminadas as observações *missing*, provocadas pela saída de empresas da base ou entrada, cujas informações não estavam disponíveis para atender aos requisitos desta pesquisa.

A seguir, as observações foram *winsorizadas* a 1%, com o objetivo de excluir os outliers (retirada dos extremos), para dar mais qualidade à base das informações. A metodologia foi utilizada tanto para a detecção das práticas de inflar lucros, como as de reduzir os lucros (*taking bath*).

O trabalho deixa como contribuições práticas ao esforço de melhoria nos sistemas de governança o alerta aos stakeholders para a necessidade de fortalecer os mecanismos de governança, no sentido de melhorar os mecanismos inibidores do gerenciamento de resultado. A pesquisa também revelou uma necessidade de se desenvolver ferramentas mais eficazes para inibir especificamente as práticas de *taking bath*, visto serem elas aquelas em que a governança apresentou sinais de que as ferramentas atuais não demonstraram a plena eficácia. Importante também monitorar melhor as transições entre CEOs, visto ser nesses períodos nos quais os interesses de parte a parte se tornam mais evidentes, seja dos que estão saindo, seja dos que estão entrando na empresa.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A presença de elementos discricionários é complementar à assimetria de informações onde estes fomentam o gerenciamento de ganhos, assunto principal do estudo. Foi dada atenção especial ao *taking bath*, como uma modalidade de gerenciamento de resultado, devido às oportunidades de aprofundamento encontradas nas pesquisas. Fechando o conjunto de teorias estudadas, encontra-se a governança corporativa, onde foi identificado bom respaldo nos cientistas que vêm encontrando evidências empíricas sobre a eficácia dela na inibição das práticas de *earnings management*.

2.1 ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Seja pela dificuldade de acesso, ou desconhecimento técnico, a assimetria de informações é o elemento que abre espaço ao gerenciamento de ganhos. Na visão de Filds, Lys e Vincent (2001), as assimetrias de informações geralmente estão associadas à relação entre gestores, (mais bem informados) e investidores (menos informados), dessa forma, ao possuir maior conhecimento sobre determinado assunto um pode levar vantagem em detrimento do outro.

De modo geral os autores têm encontrado evidências e chegado a conclusões sobre a eficácia da governança em inibir a assimetria de informações, como evidenciam Defond e Park (1997), Filds, Lys e Vincent (2001), Nardi e Nakao (2009), Bar-Yosef e Prencipe (2013), Nielsen e Sliwka (2015). Segundo as pesquisas apresentadas por eles, a governança, através de seus elementos de controle são

capazes reduzir a assimetria informacional e, por conseguinte, inibirem o gerenciamento de resultado.

Como elemento que promove o equilíbrio dessa relação, os relatórios contábeis servem para que seus usuários acompanhem o desempenho da empresa, os quais devem conter informações transparentes, confiáveis, oportunas e relevantes, para assim contribuir com o papel da contabilidade de reduzir a assimetria de informações entre a entidade e seus usuários (NARDI; NAKAO, 2009). No entanto, a lacuna causada pelo Gerenciamento de Resultados está ligada à discricionariedade contábil, portanto legal sob o ponto de vista das normas, porém não eficazes para evitar o viés quando confrontados os interesses pessoais dos gestores, em detrimento dos investidores.

Xu, Taylor e Dugan (2007) identificaram em seus estudos que, ao se usar modelos lineares para prever acréscimos, induz-se a um viés substancial, por esses modelos não levarem em conta a assimetria de reconhecimento de perdas. Na mesma linha, Nielsen e Slilka (2015) constataram que os dados nem sempre são confiáveis porque os gestores tipicamente têm algum critério ao informar ganhos, podendo ter um incentivo para prejudicar os relatórios e assim influenciar os investidores.

Defond e Park (1997) desenvolveram seus estudos buscando comprovar a influência da auditoria como mecanismo de inibição ao gerenciamento de ganhos. Eles observaram que a auditoria reduz as assimetrias de informações existentes entre os gestores e as partes interessadas ao permitir que terceiros verifiquem a validade das demonstrações financeiras. Eles correlacionam a eficácia da auditoria e a sua capacidade de restringir o ajuste de lucros, combinando esse raciocínio com a variação da qualidade do auditor.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADO

Grande número de cientistas estudaram o tema de gerenciamento de resultados nas organizações, evidenciando os efeitos dessa prática, e alguns deles, tais como Schipper (1989); Dechow (1994); Defond e Jiambalvo (1994); Bernard e Skinner (1996); Defond e Park (1997); Burgstahler e Dichev (1997); Becker et al. (1998); Healy e Wahlen (1999); Dechow e Skinner (2000); Fields, Lys e Vincent (2001); Dechow, Ge e Schrand (2010). Healy e Wahlen (1999) observaram que as aplicações utilizadas pelos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) permitem que os gestores façam julgamento na preparação das demonstrações financeiras.

Dechow, Ge e Schrand (2010) relatam terem sido identificadas várias fontes potenciais de distorções que afetam a capacidade de um sistema de contabilidade para capturar o desempenho fundamental nos ganhos. Eles se concentraram em evidenciar as distorções associadas a erros de implementação e gerenciamento de ganhos.

Na visão de Xu, Taylor e Dugan (2007), gerenciamento de ganhos é, por definição, um processo de alteração de informações financeiras com o interesse de atingir determinados objetivos. Nielsen e Sliwka (2015) definem o gerenciamento de resultados como uma intervenção no processo de relatório externo para obter algum lucro privado. Dechow e Skinner (2000) entenderam que uma maneira mais frutífera de identificar as empresas praticantes da gestão dos ganhos é concentrar-se nos incentivos gerenciais, fazendo uma correlação direta com os ganhos variáveis.

Ao exemplificar o gerenciamento, Gunny (2010) relatou que um gerente interessado em aumentar a renda do período atual poderia optar por reduzir o investimento em P&D (pesquisa e desenvolvimento), principalmente se a realização

do benefício associado ao projeto afetasse a empresa em um período futuro, ao invés de isso ocorrer no período atual.

Conforme Fields, Lys e Vincent (2001), uma escolha contábil é qualquer decisão cujo principal objetivo é influenciar – seja na forma, seja na substância — o resultado do sistema contábil de uma maneira particular, incluindo não apenas as demonstrações financeiras publicadas, mas também declarações fiscais e arquivamentos regulatórios.

Segundo Malik (2015), os gestores podem também manipular os ganhos alterando as atividades reais das empresas, como o tempo das decisões de investimento e financiamento, estruturação de atividades operacionais, etc. Fato é que há possibilidade de ocorrerem desvios nas informações contábeis, evidenciando distorção de conduta daqueles que detêm o poder de decisão e de interferência nos rumos da empresa. Consoante Bar-Yosef e Prencipe (2013), a qualidade dos ganhos é outra fonte de assimetria de informação que pode afetar a liquidez do mercado.

Para facilitar a organização de seus estudos, os autores buscaram formas distintas de agrupar e classificar os comportamentos de GR. Para Gunny (2010), gerenciamento de ganhos pode ser classificado em duas categorias: manobra de acumulação e manipulação de atividades reais (RM). Dechow, Ge e Schrand (2010) organizaram as proxies de qualidade dos ganhos em três grandes categorias: propriedades dos ganhos, capacidade de resposta dos investidores aos ganhos e indicadores externos de distorções de ganhos.

Fields, Lys e Vincent (2001), ao realizarem a revisão das pesquisas da década de noventa, examinaram os determinantes e as consequências das escolhas contábeis. Eles estruturaram a análise em torno dos três tipos de falhas de mercado que influenciam as escolhas dos gestores: custos de agência, assimetria de

informação e externalidades que afetam as partes não contratantes. Dechow, Ge e Schrand (2010) demonstraram que as distorções geralmente estão associadas a erros de implementação e gerenciamento de ganhos.

Healy e Wahlen (1999) se utilizaram de quatro questionamentos para nortear seus estudos sobre as evidências de ocorrência de gerenciamento de resultados, quais sejam: (1) a magnitude e a frequência do gerenciamento, (2) os acréscimos específicos e métodos contabilísticos utilizados para o gerenciamento de resultados, (3) os motivos para gerenciamento de resultados, e (4) os efeitos da alocação de recursos na economia.

Healy e Wahlen (1999) categorizaram três motivos distintos de gerenciamento de ganhos, quais sejam: as expectativas e avaliações de mercado de capitais, os contratos escritos em termos contábeis e a lei antitruste ou outra regulamentação governamental. Se os homens de negócios exercem tal discricção de forma oportunista ou eficiente, é uma das questões de longa data da pesquisa contábil positiva (BOWEN; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2008).

Dechow e Dichev (2002) apresentam dois tipos de evidências para determinar o gerenciamento de ganhos e evitar diminuições destes e das perdas: Primeiro, apresentam as evidências através de gráficos, em modelos de histogramas das distribuições empíricas agrupadas em conjunto das mudanças nos ganhos. Em segundo lugar, apresentam os testes estatísticos.

2.3 ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

Defond e Park (1997) conceituam que os acréscimos discricionários são estimados como a diferença entre os acréscimos totais reportados e o valor ajustado

dos acréscimos totais usando estimativas de coeficientes do modelo utilizado. Para eles, embora o período de tempo durante o qual se antecipam os ganhos futuros seja desconhecido, é provável que a maior parte da mudança de renda ocorra nos anos subsequentes.

Os *accruals* discricionários são proxies do gerenciamento de resultados contábeis (LOPO, 2008). Segundo o autor, ganhos anormais são os elementos mais comuns de caracterização da prática de gerenciamento de resultado, por serem praticados sob o arcabouço de possibilidades de interpretação no lançamento das contas, sem fugir ao que as normas contábeis permitem.

Em linhas gerais, Defond e Park (1997), Collins e Hribar (2000), Dechow e Dichev (2002), e Kothari, Leone e Wasley (2005), nos estudos apresentados por eles, apontam uma linha de pensamento semelhante, ao identificarem a correlação positiva entre a acumulação e a persistência dos lucros. Os cientistas pesquisados se utilizaram dos *accruals* como medidas para comprovar o uso de provisões em testes de gerenciamento de ganhos e eficiência de mercado.

Seguindo os resultados apresentados por Dechow et al. (1995), os modelos Jones e Jones modificados são as opções mais populares para estimar a acumulação discricionária e, por conta dessa constatação, foi adotado neste estudo o primeiro modelo. Essa sustentação se dá também por Kothari, Leone e Wasley (2005), os quais enfatizam que os testes que utilizam medidas de acréscimos discricionários equivalentes ao desempenho são bem especificados e bastante poderosos. Se ambos os métodos são considerados eficazes e robustos no exterior, podem suportar essa pesquisa em específico.

Após a identificação de grande número de estudos corroborando a materialidade do gerenciamento de ganhos, surge a necessidade de aprofundamento

e identificação de padrões de como tal fenômeno tem ocorrido e sua mensuração. O uso de *accruals* discricionários para testar o gerenciamento de ganhos e a eficiência do mercado é comum na literatura (KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005). Para Collins e Hribar (2000), a mensuração dos valores acumulados desempenha um papel central em um vasto leque da literatura em contabilidade.

Segundo o que observaram Xu, Taylor e Dugan (2007), dentre os diferentes métodos de manipulação contábeis disponíveis, a acumulação parece ser o instrumento favorito. De um modo geral, os cientistas pesquisados seguem uma linha comum de compreensão, onde o fenômeno do gerenciamento de ganhos se dá em função de o gerenciamento de *accruals* ser menos óbvio e detectável do que, por exemplo, a mudança de métodos contábeis, os quais devem ser explicados nas demonstrações financeiras da empresa. Para Collins e Hribar (2000), a mensuração de acumulação desempenha um papel central em um volume considerável de pesquisas em contabilidade.

2.4 TAKING BATH

A maior parte das pesquisas sobre GR tem como foco de análise as práticas de inflar lucros, com pouca atenção às condutas de rebaixamento de lucros. Para Jordan e Clark (2015), a teoria de *Taking Bath* no gerenciamento de ganhos sugere que os gestores cobram itens não recorrentes significativos na renda em períodos em que os ganhos já estão deprimidos. Um novo CEO pode ser inclinado para ganhos descendentes de gestão no ano de mudança e aumento da gestão de resultados nos anos seguintes (XU; TAYLOR; DUGAN, 2007). Segundo Jordan e Clark (2015), as deficiências de boa vontade por parte dos novos CEOs parecem ser justificadas com base na deterioração do desempenho das empresas ao longo do tempo.

Para Kirschenheiter e Melumad (2002), o ponto de corte abaixo do qual o gestor provoca o *taking bath* depende do nível de discricção possível, sendo maior quando houver mais discricionariiedade disponível. Jordan e Clark (2015) chegaram ao entendimento de que a entrada de um novo CEO pode afetar o comportamento de *taking bath*, uma vez que ele poderá reconhecer perdas, antecipar despesas, antecipar compras, antecipar gastos com P&D, dentre outras, capazes de fazer do ano corrente atinja menor desempenho e os anos futuros alcancem ganhos maiores e eles se beneficiem com isso. Fenômeno oposto a este pode ocorrer em função da aposentadoria do CEO, sendo este interessado em postergar ações como as citadas, porém aplicando postergação dessas mesmas decisões.

Segundo entendimento de Kirschenheiter e Melumad (2002), enquanto as explicações foram oferecidas para o desejo dos gestores de suavizar os ganhos, nenhuma teoria foi apresentada para explicar porque ele gostaria de tomar um *big bath*. Na visão de Defond e Park (1997), há evidências as quais sugerem que os gestores são mais propensos a superestimar os lucros em vez de subestimá-los, entendimento esse que indica a prevalência de uma prática mais recorrente de inflar lucro, ao invés de rebaixar lucro.

Jordan e Clark (2015), ao explicarem sobre esse comportamento de rebaixamento de ganho, afirmam existir uma pequena desvantagem ao se tomar um “*big bath*”, mas uma clara vantagem ocorre ao registrar a despesas no período corrente, tornando assim mais fácil alcançar as metas de lucro nos próximos anos. Na visão de Defond e Park (1997), este é um incentivo para alavancar os ganhos reportados, diminuindo os ganhos atuais em benefício de ganhos futuros.

Defond e Park (1997) detectaram que os gestores acabam por ajustar o aumento dos lucros devido aos incentivos que criam seus interesses patrimoniais e a

emissão de ações, de modo que os ganhos são ajustados para refletir os problemas de capital negociados no passado. Kirschenheiter e Melumad (2002) entendem que os gestores estão inclinados a ajustar os ganhos para baixo ao comprar ações de volta.

Murphy e Zimmerman (1993) compreendem que os CEOs podem antecipar sua partida e tomar decisões de investimento com antecedência. As duas classes de comportamento discricionário — CEOs extrovertidos, que encobrem o desempenho ruim, e os CEOs que tomam um “*big bath*” — provavelmente serão mais pronunciadas em empresas com deterioração da saúde econômica.

O estudo de Jordan e Clark (2015) buscou analisar informações mais recentes para fornecer uma pesquisa adequada sobre o gerenciamento de ganhos de *taking bath* do CEO. Eles identificaram que os gestores deixaram de registrar os prejuízos do *goodwill* de maneira oportunista, o que levou a ganhos de rendimento, quando justificados por um desempenho fraco em vários períodos, relacionados com o gerenciamento de ganhos associados.

Kirschenheiter e Melumad (2002) mostraram que, por notícias suficientemente “ruins”, o gestor acaba por declarar os ganhos pelo máximo, preferindo tomar um “*big bath*” no período atual, a fim de reportar maiores ganhos futuros, chegando ao mesmo entendimento de Jordan e Clark 2015. Complementando essa ideia, Kirschenheiter e Melumad (2002) afirmam que, tomando um “*big bath*” ou aplicando a suavização de ganhos, podem fazer parte de uma única estratégia de divulgação de equilíbrio, dentro de um modelo proposto que suporta uma série de fatos caracterizados.

2.5 CORRELAÇÃO ENTRE A TROCA DO CEO E *TAKING BATH*

Uma das análises importantes que trata do *taking bath* está ligada à troca do CEO. Murphy e Zimmerman (1993) encontraram que muitas das explicações oferecidas na literatura sobre o comportamento de variáveis financeiras em torno das saídas do CEO envolviam contabilização discricionária ou decisões de investimento tomadas pelo CEO de saída ou de chegada. Como apontam Jordan e Clark (2015), um novo CEO poderia transferir a culpa da deficiência de desempenho na gestão anterior, além de abrir o caminho para uma maior rentabilidade futura.

Murphy e Zimmerman (1993) identificaram que a rotatividade do CEO é precedida de resultados adversos no preço das ações. A pesquisa de Jordan e Clark (2015) sugeriu que uma mudança de CEO era um fator importante na decisão de cancelar ativos. Eles observaram que a mudança de métodos contábeis as quais contemplavam a redução de renda, a baixa de operações indesejadas e as divisões não lucrativas eram atribuídas aos CEOs predecessores por erros passados. Raciocínio este também identificado na pesquisa de Jordan e Clark (2015).

Ao analisarem o comportamento dos CEOs, Murphy e Zimmerman (1993) encontraram evidência de que, na medida em que eles estavam de saída ou entrando em uma nova organização, exercem discricionariedade sobre as variáveis de ganhos. Jordan e Clark (2015), em uma série de estudos que examinaram deficiências no ano de transição para o padrão de boa vontade, descobriram que tanto a decisão de prejudicar o ágio quanto o valor do *impairment* estavam significativamente relacionados a uma mudança no CEO.

Murphy e Zimmerman (1993) identificaram que as mudanças em P&D, publicidade, despesas de capital e acumulação de contas em torno da troca do CEO são devidos principalmente a um desempenho fraco. Jordan e Clark (2015), por sua vez, afirmaram que quanto menor o lucro líquido no ano atual, maior a perda por

impairment reportada, e isso sustentou a noção de que as deficiências foram usadas para caracterizar o gerenciamento de resultado. Nielsen e Sliwka (2015) contemplaram em suas pesquisas o enfoque dado ao modelo de gestão de parte dos executivos, os quais se preocupavam com sua reputação externa, ou seja, em como o mercado os percebia.

Nielsen e Sliwka (2015) desenvolveram um modelo de análise mostrando que ambos os resultados dos gestores de saída e recebidos relataram ganhos, de modo que os retornos tipicamente muito baixos são relatados no primeiro período depois que um gestor foi substituído. Jordan e Clark (2015) identificaram que, em níveis de renda mais baixos, os novos CEOs aumentaram o valor da deficiência mais do que os CEOs sêniores, sugerindo que os novos CEOs eram mais propensos a prejudicar a boa vontade para tomar um *big bath*. Para Nielsen e Sliwka (2015), os gestores de saída transferem os ganhos para o último período, pois não se beneficiarão dos ganhos realizados depois disso. Xu, Taylor e Dugan (2007) afirmam que sempre haverá um certo grau de escolha nas práticas contábeis em um negócio global e complexo.

2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa tem se tornado um mecanismo cada vez mais aplicado no enfrentamento das práticas de gerenciamento de ganhos. Isso pode ser constatado ao se investigar a literatura que trata da correlação conceitual existente entre os dois temas, a saber: Bekiris e Doukakis (2011), em suas descobertas, sugerem que as empresas que aplicam altos níveis de padrões de governança corporativa são menos propensas a administrar gerenciamento de ganhos. Bowen et al. (2008) encontraram, em pesquisas anteriores, associações entre baixa qualidade

de governança e discricção contábil. Bekiris e Doukakis (2011) afirmam que a melhor estrutura de governança corporativa resulta em níveis mais altos de qualidade dos ganhos. As disposições de governança corporativa parecem restringir a tendência da administração de gerenciar ganhos, levando a uma maior credibilidade para as demonstrações financeiras (BEKIRIS; DOUKAKIS, 2011).

Para Bar-Yosef e Prencipe (2013), na medida em que o volume de ganhos é afetado, influenciado pelo risco de assimetria de informação percebido pelos investidores, e na medida em que estes olhem a boa qualidade da governança como um indicador de risco para o negócio, é razoável esperar uma relação positiva entre empresas com qualidade de governança e performance da empresa. Em suma, Defond e Park (1997), Dechow e Dichev (2002), Dechow, Ge e Schrand (2010), e Cheng e Shevlin (2015) de forma geral encontraram indícios dos efeitos positivos da influência da governança para reduzir o gerenciamento de ganhos.

Um dos pilares que sustentam a governança corporativa é o *compliance* (obediência às leis), pois na detecção do gerenciamento de resultado existe a possibilidade de descumprimentos das normas, regras e leis, estabelecidas pelos órgãos reguladores (FONTES et al. 2013).

Defond e Park (1997) constataram em suas pesquisas que os fatores variáveis de acordo com a empresa e que interferem ou limitam a capacidade dos administradores de ajustar lucros incluem a estrutura de governança corporativa. Eles chegaram à compreensão de que decisões contábeis tomadas anteriormente pela empresa promovem a limitação da discricção dos gestores e por consequência, os custos para a empresa de divulgar o ajuste dos lucros. Bekiris e Doukakis (2011) encontraram resultados que sugerem fortemente que a relação inversa documentada entre governança corporativa e gerenciamento de ganhos também é confirmada pela

incorporação desta primeira. Dechow e Dichev (2002) por sua vez chegaram à conclusão que os resultados são gerenciados para evitar diminuição dos ganhos e evitar perdas. Para Cheng e Shevlin (2015), os fatores que afetam a força da governança interna também podem afetar a extensão da gestão real dos ganhos.

Dechow, Ge e Schrand (2010), sugerem uma associação negativa entre a qualidade do comitê de auditoria e o gerenciamento de resultados. Assim, na visão delas, as inferências de estudos que preveem uma associação entre a qualidade do comitê e a qualidade da competência têm o maior nível interno entre todos os mecanismos de governança. Bowen et al. (2008) observaram uma associação entre discricção contábil e má governança. Na visão deles, é plausível que as variáveis de governança avaliem os *trade-offs* para monitorar a qualidade e a extensão da discricção contábil. Bekiris e Doukakis (2011) em seus achados constataram que as empresas com fraca governança corporativa tendem a incorrer em mais gerenciamento de ganhos.

Diante do contexto evidenciado, a questão que se apresenta e direciona a pesquisa é: As boas práticas de Governança Corporativa foram capazes de inibir o Gerenciamento de Resultados tanto para cima como para baixo (*Taking Bath*) nas empresas listadas na B3?

Como hipótese, espera-se encontrar acolhimento da governança como mecanismo eficaz de inibição do gerenciamento de resultados, conforme descrito abaixo:

H₁: As boas práticas de Governança Corporativa são capazes de inibir o Gerenciamento de Resultados tanto para cima como para baixo (*Taking Bath*) nas empresas listadas na B3.

Esta pesquisa buscou oferecer como subsídio às empresas e respectivos interessados as seguintes contribuições práticas: a) Estimular as empresas a revisarem seus mecanismos voltados à detecção de práticas de gerenciamento de resultados, visto que afeta os interesses e os ganhos dos investidores; b) Estimular as empresas a intensificar os estudos sobre os problemas causados por práticas de gerenciamento de ganhos; c) Chamar a devida atenção com vistas a reduzir as práticas contábeis discricionárias aplicadas com a intenção de manipulação das demonstrações contábeis; e d) Identificar a evolução das empresas listadas na B3 em sua profissionalização ao uso das boas práticas de governança.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

Como base de dados, têm-se as demonstrações financeiras, e como foco de análise nelas contidos foram trabalhados os *accruals* discricionários. Conforme observam Guay e Kothari (1996), “o uso de *accruals* discricionários para testar o gerenciamento de ganhos e a eficiência do mercado é comum na literatura”.

Os dados foram acessados via base de dados Economatica, largamente utilizado pela comunidade científica e profissionais de mercado. Optou-se por trabalhar as informações das empresas listadas na B3, em detrimento daquelas de capital fechado, devido à possibilidade de acesso às informações do primeiro grupo, o que não ocorre com o segundo grupo. Ao longo de algumas décadas, foram desenvolvidos alguns modelos econométricos para mensurar os *accruals*. Este estudo foi baseado no modelo de Jones (1991). Dechow et al. (1995) constataram que os modelos Jones e Jones modificado são as opções mais populares para estimar a acumulação discricionária.

Com a divulgação compulsória dos balanços das empresas listadas na B3, considera-se haver pleno e amplo acesso aos documentos de pesquisa, em geral encontrados pela internet ou mesmo divulgados em jornais de grande circulação. Também estão disponíveis aos pesquisadores, outros *softwares*, capazes de auxiliar no tratamento dos dados coletados e organizá-los com grande agilidade e precisão. Os dados foram tratados e apresentados em formato de painel, devidamente empilhados, seguido de aplicação de regressão linear com efeito fixo, o que proporcionou viabilidade no tratamento dos dados e subsidiou as análises.

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

Para composição da amostra, delimitou-se o período que o estudo abrangeu, estabelecido entre os anos de 2010 e 2017, período de 8 anos. Essa delimitação ocorreu, tendo como base a junção da BM&F e Bovespa, em 2008, definindo e publicando no documento (Diretrizes de Governança Corporativa) novo alinhamento sobre as regras de governança (BM&F BOVESPA, 2008). Como 2009 foi um ano de adequação das empresas, a amostra considerou 2010 como prazo inicial das informações, e 2017 sendo o período mais recente de que se tem dados completos.

Pelas informações disponibilizadas no portal da B3, www.bmfbovespa.com.br, o Novo Mercado (NM) trata-se da adoção de um conjunto de regras societárias que abrange os direitos dos acionistas, através da criação de políticas e a adoção de mecanismos de fiscalização e controle, elevando o padrão de governança corporativa. Ele consolidou-se nos últimos dez anos como um segmento voltado à negociação de ações de empresas que adotam, espontaneamente, práticas de governança adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira.

Dentre as várias exigências estabelecidas para as empresas fazerem parte deste grupo, estão a oferta exclusiva de ações ordinárias com direito a voto, a instalação de área de auditoria interna, função de *compliance* e comitê de auditoria. Há também a exigência de possuir em Conselho no mínimo dois membros ou vinte por cento de conselheiros independentes. Segundo informa o site, “quando da alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador, dentre outras exigências”.

Para analisar se boas práticas de Governança Corporativa foram capazes de inibir o Gerenciamento de Resultados tanto para cima como para baixo (*taking bath*) nas empresas listadas na B3, é apresentada neste tópico a metodologia proposta. Na seção 3.1 é exposta a amostra dos dados e informações coletadas, seguida pela seção 3.2, a apresentação do modelo matemático proposto e os tratamentos matemáticos realizados.

Na Tabela 1 são especificadas as variáveis eleitas que compõem as proxies. Através delas buscou-se encontrar suporte para desenvolver as análises.

TABELA 1: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Descrição	Definição	Fórmula
<i>Ativo Imobilizado</i>	Representa o somatório dos ativos imobilizados da empresa	D/PL L/AT
<i>Receitas</i>	Representam todas as receitas da firma.	
Governança	Inclui somente a categoria Novo Mercado listada pela B3.	
Alavancagem	Mede o grau de endividamento.	
ROA	Razão entre o Lucro Operacional e o Ativo Total.	
Tamanho da firma	É o valor logarítmico dos ativos totais em preços correntes em unidade de milhões.	

Fonte: Elaborada pelo autor

(IA) = Dívidas Totais (D) / Patrimônio Líquido (PL)

ROA = Lucro / Ativo Total

Em adição, neste estudo é empregada uma variável *dummy* para as empresas listadas no Novo mercado, uma vez que, estas apresentam melhor governança corporativa e transparência informacional.

Já para o indicador de alavancagem é empregado índice de Alavancagem (IA) = Dívidas Totais (D) / Patrimônio Líquido (PL). Desta forma, o indicador demonstra quantos por cento a empresa possui de dívida em relação ao seu patrimônio líquido. Uma relação 1 consiste em patrimônio líquido igual as dívidas totais.

O Retorno Sobre o Ativo (ROA) é a razão entre o Lucro Operacional e o Ativo Total. Ou seja, o ROA indica a capacidade de uma empresa gerar lucros a partir de

seus ativos, isto é, mede se a empresa está ganhando ou perdendo dinheiro em cima dos ativos. Em adição, para o tamanho da firma é utilizado o valor logarítmico dos ativos totais em preços correntes em unidade de milhões.

As receitas e ativos imobilizados são utilizados para calcular os *accruals* conforme proposto por Jones (1991), sendo apresentados com mais detalhamento da definição do modelo proposto. Uma vez definida a amostra e os indicadores a serem utilizados, foram extraídas as informações da base de dados da Economatica. Com base nas demonstrações financeiras, foram trabalhados os *accruals* discricionários. Conforme observam Guay e Kothari (1996), “o uso de *accruals* discricionários para testar o gerenciamento de ganhos e a eficiência do mercado é comum na literatura”. Outros autores também utilizaram esta técnica para analisar o gerenciamento de ganhos e a eficiência do mercado. Por sua vez, o presente estudo foi baseado no modelo de Jones (1991), que é descrito na próxima seção.

A Tabela 2 demonstra o grupo de observações que apresenta nível de governança reconhecida como Novo Mercado na B3, com, 60,4% da amostra, sendo esse enquadramento considerado o de maior sofisticação dentre as modalidades de governança e aqui o único caracterizado como tendo governança. Convém lembrar que essa adesão das empresas às práticas de governança tem como principal quesito, oferecer mais transparência aos *stakeholders*. Estabeleceu-se como caracterização de governança, aquelas empresas que atendem aos requisitos do Novo Mercado, visto que pesquisas anteriores abordaram o tema, considerando todo tipo de qualificação de governança (incluindo Nível 1, Nível 2 e outros).

TABELA 2: SELEÇÃO DA AMOSTRA: GOVERNANÇA COM E SEM STATUS NOVO MERCADO

Governança	Total	%
Com Status Novo Mercado	1387	60,4%
Sem status Novo Mercado	908	39,6%
Total	2295	100%

Fonte: Elaborada pelo autor

3.2 MODELO E VARIÁVEIS DE CONTROLE

3.2.1 Descrição do Modelo Jones 91

Segundo Martinez (2008), o modelo desenvolvido por Jones (1991) procura estimar os *accruals* discricionários, através de uma *proxy* empírica, com o objetivo de detectar o gerenciamento de resultado. Segundo Dechow et al. (1995), Jones (1991) propõe um modelo que relaxa a suposição de que os *accruals* não discricionários são constantes. Esse modelo busca controlar o efeito das mudanças nas circunstâncias econômicas de uma empresa sobre as acumulações não discricionárias.

O Modelo de Jones para se detectar os *accruals* não discricionários segue a seguinte sequência de equações:

$$\widehat{AT}_{it} = \hat{\alpha} \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \hat{\beta}(\Delta Receitas_{it}) + \hat{\gamma}(At.imob_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t;

$Receitas_{it}$ = receitas operacionais líquidas no ano t, menos receitas no ano t-1, pelos Ativos de t-1;

$At.Imob$ = Ativo Imobilizado no t, pelos ativos de t-1;

A_{t-1} = Ativos totais em t-1;

ε_{it} = erro de estimação, por definição $\sim N(0, \sigma^2)$;

$\hat{\alpha}$, $\hat{\beta}$ e $\hat{\gamma}$ coeficientes estimados na regressão

Nesta primeira etapa dos cálculos são encontrados os *accruals* totais, advindos da diferença entre o lucro líquido (competência) captado da DRE e fluxo de caixa operacional líquido (DFC), segundo compreensões de Martinez (2006).

$$\widehat{NAD}_{it} = \hat{\alpha} \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \hat{\beta} (\Delta Receitas_{it}) + \hat{\gamma} (At.imob_{it}) \quad (2)$$

$\widehat{NAD}_{it}$ consiste nos *accruals* não discricionários, originários do somatório das variações das receitas e dos ativos imobilizados.

Após isso é possível estimar os *accruals* discricionários, conforme equação abaixo:

$$\widehat{AD}_{it} = (\widehat{AT}_{it}) - \gamma(\widehat{NAD}_{it}) \quad (3)$$

Onde $\widehat{AD}_{it}$ é *accruals* discricionárias da empresa i no período t;

Observa-se que a *accruals* discricionários é resultante da diferença entre os *accruals* totais e dos *accruals* não discricionários.

3.2.1.1 Variável dependente

Para medir a relação entre gerenciamento de resultado e governança, foram criados dois modelos, contendo a mesma *proxy*, porém com enfoques diferentes. O primeiro enfoque buscou analisar se as práticas de governança corporativa têm sido capazes de inibir o gerenciamento de resultados para cima, inflando lucros, tendo os *accruals* positivos medidos. O segundo buscou analisar a eficácia das práticas de governança ao inibirem o gerenciamento de resultado para baixo, tendo os *accruals* negativos medidos.

Portanto, as variáveis dependentes a serem analisadas nas duas equações são representadas pelo gerenciamento de resultado para cima, (inflando lucros) ou para baixo, bem como se os mecanismos de governança têm sido capazes de controlar eficazmente esses fenômenos. A análise abrange também a ótica da influência das variáveis de controle que compõem o estudo, quais sejam: governança, alavancagem, tamanho da firma e ROA.

3.2.1.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes são aquelas que interferem positiva ou negativamente no Gerenciamento de Resultado (GR). Diante do acima exposto, seguem os modelos empíricos a serem utilizados:

$$\text{Ger Res} = \beta_0 + \beta_1 \text{GC}_{i,t} + \beta_2 \text{Tam. Firma}_{i,t} + \beta_3 \text{Alavancagem}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

em que:

β_0 é o intercepto.

Ger Res (Gerenciamento de Resultado): Variável dependente, consiste apenas dos resultados dos *accruals* positivos, ou seja, $\text{Ger Res} > 0$.

GC: Governança Corporativa - Variável *Dummy* de controle, recebe 1 quando a empresa possui governança, e 0 (zero) quando não possui.

Tam. Firma: Tamanho da Firma, para avaliar o comportamento da variável quanto ao porte da empresa, medido aqui pelo ativo total. Representado pelo valor em logaritmo dos ativos totais.

Alavancagem: Endividamento da firma *i* no período *t*. Compreende a razão entre dívida total sobre patrimônio líquido.

ROA: Retorno sobre o Ativo. Compreende a razão entre o Lucro Operacional e o Ativo Total.

$$TAK\ BAT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GC_{i,t} + \alpha_2 Tam.\ Firm_{i,t} + \alpha_3 Alavancagem_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

em que:

α_0 é o intercepto.

TAK BAT: Variável dependente, aplicada somente aos *accruals* negativos que demonstram a redução do lucro nas empresas listadas na B3, ou seja, constitui da amostra de *TAK BAT* <0.

Após a definição do modelo proposto e das variáveis utilizadas, foi executado o procedimento metodológico de *winsorização* a 1% (retirados os *outliers*), para melhor qualidade das análises. Desta forma, os resultados encontrados são apresentados na seção 4.

3.3 TRATAMENTO DOS DADOS

Foram executados os procedimentos metodológicos para tratamento dos dados, a saber: foi realizada a limpeza da base amostral, pela qual se chegou a um grupo de 2295 observações. Seguindo com o tratamento das informações, foi aplicada a variável *dummy* para distinguir o grupo de empresas que possui daquele que não possui nível de governança (Novo Mercado), seguindo os critérios da B3. A base de dados foi *winsorizada* em 1% (retirados os *outliers*) para melhor qualidade das análises.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo¹ é reservado para apresentação descritiva das informações coletadas e aos resultados dos modelos encontrados da seção 3. Para isso, a seção 4.1 apresenta uma análise descritiva dos dados, descrevendo as principais características como média, desvio-padrão, além de apresentar a correlação linear entre as variáveis observadas. A seção 4.2 apresenta os resultados das equações propostas e discorre sobre os principais resultados alcançados.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

A Tabela 3 apresenta as informações da amostra; na coluna 1 são apresentadas as variáveis em análise; a coluna 2, o número de observações da amostra, seguido do valor médio, o desvio e os extremos das observações (mínimos e máximos).

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA
Estatística Descritiva Variáveis Winsorizadas*
.summ ab_accw d_gov roaw ln_ativow alavacagemw

Variáveis	Obs	Médias	Desvio Padrão	Min.	Máx.
Accruals anormais	2.295	.1027	.0957	.0893	.6530
Governança	2.295	.3599	.4801	0	1
Roa	2.295	.0936	.8221	-9,718	.4662
Tamanho da firma	2.295	13,99	2,764	2,890	18,45
Alavancagem	2.295	3,672	7,705	.1	54,8

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados consolidados sugerem que os *accruals* anormais, variável resultante da equação (3), apresenta um valor médio de 0,10 e desvio-padrão de 0,09,

¹ Os resultados encontrados foram fruto do tratamento de dados oriundo do *software* Stata.

sendo que o valor máximo observado na amostra é de 0,65 e o valor mínimo de 0,089. Esses resultados indicam a extensa variabilidade da amostra.

No que se refere à governança Novo Mercado, observa-se uma média de 0,35, e isso sugere que 35% das observações contidas na amostra estão contidas nesta governança.

Para o ROA, que é a razão entre o Lucro Operacional e o Ativo Total, os resultados demonstram uma média de 0,09, o que sugere um retorno médio das empresas em análise de cerca de 9% sobre os ativos totais. Observa-se ainda que algumas empresas apresentam ROA negativo, sendo o extremo de -9,718, sugerindo que na amostra existem empresas com prejuízo operacional ou com ativos totais negativos.

Quanto ao tamanho da firma, representado pelos ativos totais, os resultados apontam uma média de 13,99 (em milhões), sendo o desvio-padrão em torno da média de 2,76 (em milhões). Tais resultados sugerem uma heterogeneidade nos dados, uma vez que se observa que o valor mínimo é de 2,8 (em milhões) enquanto o valor máximo é de 18,45 (em milhões).

A fim de analisar a correlação entre as variáveis analisadas, a Tabela 4 apresenta os resultados da correlação linear de Pearson após *winsorização*. Essa metodologia não captura a relação de causalidade, no entanto proporciona identificar a magnitude da correlação, e o sinal através do p-valor é possível identificar a relação estatística entre as variáveis. Os resultados são apresentados na Tabela a seguir.

TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	Accruals anormais	Governança	Alavancagem	roa	Tamanho da firma
Accruals anormais	1.0000				
Governança	-0.1394 0.0000***	1.0000			
Alavancagem	0.0685 0.0010	-0.0586 0.0049	1.0000		
roa	-0.4792 0.0000***	0.1178 0.0000***	0.0148 0.4784	1.0000	
Tamanho da firma	-0.3616 0.0000***	0.2872 0.0000***	-0.0107 0.6098	0.5302 0.0000***	1.0000

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: ***, **, * - significativo a 1%, 5% e 10 % respectivamente

Ao critério de análise, foram fixadas as relações estatísticas ao nível de 5%. Para a variável Alavancagem, dívida total sobre lucro líquido apresentou relação positiva e significância estatisticamente significativa com os *accruals* anormais. Assim, os resultados sugerem que quanto maior é a alavancagem das empresas, maior é o nível de *accruals* anormais. Além disso, pela determinação do r-quadrado, 0,46% das flutuações dos *accruals* anormais é explicada pela alavancagem.

Já as variáveis Governança, ROA e tamanho da firma demonstraram ser estatisticamente significantes, e em ambos os efeitos são negativos, demonstrando que um aumento nesses indicadores ocasiona uma diminuição dos *accruals*, portanto menor gerenciamento. Ainda, como a variável Governança é uma variável *dummy*, pode-se verificar que o fato de a empresa possuir nível de governança faz com que o gerenciamento de resultado apresente indícios de inibição maior em comparação com as empresas que não possuem governança.

A variável alavancagem demonstrou ser negativamente relacionada com a Governança, sugerindo que empresas que estão no Novo Mercado tendem a ter um nível de alavancagem menor do que as empresas não inseridas.

4.2 RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Para realizar as regressões, é necessário modelar os efeitos não observados. Para isso, há duas formas: os efeitos fixos e os efeitos aleatórios (WOOLDRIDGE, 2002). Assim, realizou-se o teste de Chow² no sentido de corroborar a escolha entre o modelo *pooled* e o de efeitos fixos. Em seguida, foi examinada a relação de efeito aleatório e o modelo *pooled*, pelo teste de Breusch Pagan.

Por último, é testada a adequação das equações para efeitos fixos ou aleatórios pelo teste de Hausman, o qual rejeitou a hipótese nula de que os efeitos aleatórios são consistentes e apontou que a melhor seleção é a modelagem por efeitos fixos.

A Tabela 5 apresenta os resultados do modelo proposto pela equação³ (4). Sendo definida como variável dependente os *accruals* anormais, que consiste apenas nos resultados positivos estimados pela equação (3). Em adição, o modelo é estimado considerando anos fixos, ou seja, permite analisar a mudança de intercepto ao longo da série⁴. Os resultados consolidados são apresentados a seguir.

TABELA 5: REGRESSÃO - GERENCIAMENTO DE RESULTADO POSITIVO

Accruals anormais	Coeficiente	p_valor
Governança	-.1041360	0.000
Alavancagem	.0005362	0.002
Roa	-.0446310	0.000
Tamanho da firma	-.0051592	0.000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: ***, **, * - Significativo a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Os resultados consolidados na Tabela 5 apresentam valores estatisticamente significativos para todos os parâmetros estimados, considerando-se o nível de 1% a critério da análise.

² O teste de Chow possui as seguintes hipóteses: Ho: modelo pooled e H1: modelo de efeitos fixos (irrestrito).

³ $Ger\ Res = \beta_0 + \beta_1 GC_{i,t} + \beta_2 Tam.\ Firm_{i,t} + \beta_3 Alavancagem_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon$

⁴ O teste para ano fixo é estatisticamente significativo a 95% de confiança.

Consideradas as empresas listadas no Novo Mercado, observa-se que o fato de as empresas adotarem práticas melhores de governança corporativas influencia no gerenciamento de resultados positivos, ou seja, afetando negativamente os *accruals* anormais. Tem-se para as empresas listadas no novo mercado uma relação média de -0,0104 em comparação com as empresas que não estão listadas no Novo Mercado na determinação das *accruals* anormais. Esses resultados reforçam os achados das pesquisas apresentadas por Dechow e Dichev (2002), Dechow e Scharnd (2010) e Cheng e Shevlin (2015).

A variável de controle alavancagem, razão entre endividamento total e o patrimônio líquido, apresenta relação positiva com os *accruals* anormais, ou seja, influenciam no gerenciamento de resultados negativos.

Quanto ao efeito da variável Tamanho da firma, houve relação negativa com os *accruals* anormais, o que sugere que empresas maiores possuem uma tendência a gerenciar menos o resultado. Os achados remetem à análise que a governança contribui para inibir o gerenciamento de resultado positivo, ou seja, a prática dos gestores de inflarem lucros. Esse entendimento confirma a hipótese 1, em que a Governança contribui para inibir o gerenciamento de resultado positivo.

Quanto à presença de *accruals* anormais, negativos, a Tabela 6 apresenta os resultados da equação⁵ (5). Os resultados apontam que apenas alguns parâmetros para os anos e o tamanho da empresa são estatisticamente significativos ao nível de erro fixado em 5%.

TABELA 6: REGRESSÃO - GERENCIAMENTO DE RESULTADO NEGATIVO

<i>Accruals</i> anormais	Coefficiente	p_valor
Governança	-.0002132	.0959
Alavancagem	.0002199	.7250
ROA	.0028815	0.132

⁵ $TAK\ BAT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GC_{i,t} + \alpha_2 Tam. Firma_{i,t} + \alpha_3 Alavancagem_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \varepsilon$

Tamanho da Firma	0027112	0.039**
------------------	---------	---------

Fonte: Elaborado pelo autor

*Resultados do modelo da equação (4)

*significância a 10%; ** 5% e ***1%

Os resultados sugerem que quanto maior é o ativo da empresa, maior é a presença dos *accruals* negativos. Para o aumento de 1% no valor do ativo aumentam em 0,0027 unidades os *accruals* negativos.

Os resultados consolidados demonstraram que a governança não exerce relação estatística sobre o *taking bath*, isto é, *não existe relação estatisticamente significativa entre o nível de governança Novo Mercado, e os resultados dos accruals negativos. A mesma relação não estatística é encontrada sob a ótica da variável alavancagem e ROA.*

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

A pesquisa teve por objetivo analisar se as práticas de governança foram capazes de inibir por parte dos gestores as práticas de gerenciamento de resultado, ao inflarem os lucros ou ao rebaixarem os lucros. Para viabilizar este estudo fez-se necessária a coleta de dados das empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2017.

O estudo foi realizado estruturando os dados em painel, com periodicidade das informações coletadas anualmente e a utilização do software Economatica. A base de dados estruturada foi tratada com a utilização do software Stata, que subsidiou a preparação e refinamento da base de informações. Foi realizado um filtro para excluir as instituições financeiras e, em seguida, foram eliminadas as observações missing, provocadas pela saída de empresas da base ou entrada, cujas informações não estavam disponíveis para atender aos requisitos desta pesquisa.

Portanto, observações foram winsorizadas a 1%, com o objetivo de excluir os outliers (retirada dos extremos), para dar mais qualidade à base das informações. A metodologia foi utilizada tanto para a detecção das práticas de inflar lucros, como as de reduzir os lucros (taking bath).

A análise das correlações entre as variáveis encontrou indícios de que os accruals anormais são afetados negativamente pelas variáveis governança, ROA e tamanho da empresa, com elevada significância (estatisticamente significativa a 1%), ou seja, confirmando a hipótese de que a governança contribui para inibir as práticas de gerenciamento de resultados para cima (inflar lucros). Do mesmo modo, a

pesquisa demonstrou sinais de que as práticas de governança não atingem a mesma eficácia na inibição do gerenciamento de resultados caracterizados como *taking bath* (rebaixamento de lucros).

Quando analisado o gerenciamento de resultado para cima, pode-se verificar que as boas práticas de governança corporativa apresentaram indicativos de que são capazes de diminuir o gerenciamento de resultado, corroborando aos achados encontrados nas pesquisas internacionais que analisaram os efeitos da governança no gerenciamento de resultado. Ao aplicar o Modelo Jones 91 ao gerenciamento de resultados para baixo, observou-se que os *accruals* anormais não são afetados pela governança com a mesma intensidade, levando a indícios que a variável em questão não foi capaz de inibir com a mesma eficácia o *taking bath*. Essa análise oferece suporte para a compreensão que leva à confirmação parcial da hipótese 1, ou seja, que governança foi capaz de inibir as práticas de gerenciamento de resultado de inflar os lucros, porém não conseguiu inibir com a mesma eficácia o gerenciamento de resultado para baixo (*taking bath*).

O trabalho deixa contribuições práticas ao esforço de melhoria nos sistemas de governança, alertando os stakeholders para a necessidade de fortalecer os mecanismos de governança, no sentido de melhorar os mecanismos inibidores do gerenciamento de resultado. A pesquisa também revelou uma necessidade de se desenvolver ferramentas mais eficazes para inibir especificamente as práticas de *taking bath* pelo fato de serem elas aquelas nas quais a governança apresentou indícios de que as ferramentas atuais não demonstraram a plena eficácia. Importante também monitorar melhor as transições entre CEOs, visto serem esses os momentos nos quais os interesses de parte a parte se tornam mais evidentes, seja dos que estão saindo, seja dos que estão entrando na empresa.

Como limitações da pesquisa, reforça-se a importância de traçar comparativos com outras pesquisas no Brasil e um aprofundamento sobre quais práticas são mais recorrentes dentre os segmentos identificados pela B3 para se identificar aqueles mais impactados. Outras variáveis de controles podem levar a outras compreensões e ampliar as contribuições dos estudos. Outras pesquisas podem aprofundar este estudo, oferecendo ênfase às práticas de gerenciamento que são mais prevalentes no Brasil.

Os resultados apresentam ainda limitações quanto à amplitude de tempo coberta pela pesquisa, já que eles podem não refletir a realidade de outros períodos. Um paralelo com estudos internacionais fica como sugestão de linha de pesquisa para os demais trabalhos vindouros que tiverem afinidade com o tema.

REFERÊNCIAS

- BAR-YOSEF, S.; PRENCIPE, A. The impact of corporate governance and earnings management on stock market liquidity in a highly concentrated ownership capital market. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 28, n. 3, p. 292-316, 2013.
- BECKER, C. L. et al. The effect of audit quality on earnings management. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 1-24, 1998.
- BEKIRIS, F. V.; DOUKAKIS, L. C. Corporate governance and accruals earnings management. **Managerial and Decision Economics**, v. 32, n. 7, p. 439-456, 2011.
- BM&F BOVESPA. **Diretrizes de governança corporativa**. São Paulo, [s.d.]. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/fck_temp/26_2/Diretrizes_de_Governanca_Corporativa_da_BMFBOVESPA.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2018.
- _____. **Novo mercado: governança corporativa**. São Paulo: BM&F BOVESPA, 2009. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2018.
- BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 2, p. 351-405, 2008.
- BURGSTAHLER, D.; HOW, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and economics**, v. 24, n. 1, p. 99-126, 1997.
- CHENG, Q.; LEE, J.; SHEVLIN, T. Internal governance and real earnings management. **The Accounting Review**, v. 91, n. 4, p. 1051-1085, 2015.
- CHRISTIE, A.; ZIMMERMAN, J. Efficient and opportunistic choice of accounting procedures: corporate control contests. **The Accounting Review**, v. 69, n. 4, p. 539-567, 1994.
- COLLINS, D. W.; HRIBAR, P. Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two? **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 1, p. 101-123, 2000.
- DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, n. 1, p. 3-42, 1994.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, p. 193-225, 1995.

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. s-1, p. 35-59, 2002.

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

DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 1, p. 145-176, 1994.

DEFOND, M. L.; PARK, C. W. Smoothing income in anticipation of future earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 23, n. 2, p. 115-139, 1997.

FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1, p. 255-307, 2001.

FONTES FILHO, J. R.; LEAL, R. P. C. **O Futuro da governança corporativa: desafios e novas fronteiras**. São Paulo: Editora Saint Paul, 2013.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002. p. 16-17.

GUAY, W. R.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. A market-based evaluation of discretionary accrual models. **Journal of Accounting Research**, p. 83-105, 1996.

GUNNY, K. A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

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

JORDAN, C. E.; CLARK, S. J. Do new CEOs practice big bath earnings management via goodwill impairments? **Journal of Accounting and Finance**, v. 15, n. 7, p. 11, 2015.

KIRSCHENHEITER, M.; MELUMAD, N. D. Can “big bath” and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 761-796, 2002.

KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.

MALIK, M. Corporate governance and real earnings management: the role of the board and institutional investors. **Journal of Knowledge Globalization**, v. 8, n. 1, 2015.

MARTINEZ, A. L.; RAMOS, G. M. Governança corporativa e earnings management. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 3, n. 2, p. 143-164, 2006.

MARTINEZ, A. L., Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008. Disponível em : <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=257119525002>. Acesso em: 13 maio 2018.

MARTINEZ, A. L. Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. **RIC-Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 76-93, 2010.

MATSUMOTO, A. S.; PARREIRA, E. M. Gerenciamento de resultados contábeis: causas e consequências. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2007.

MURPHY, K. J.; ZIMMERMAN, J. L. Financial performance surrounding CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, n. 1-3, p. 273-315, 1993.

NIEKEN, P.; SLIWKA, D. Management changes, reputation, and “big bath”—earnings management. **Journal of Economics & Management Strategy**, v. 24, n. 3, p. 501-522, 2015.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 51, 2009.

SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91, 1989.

XU, R. Z.; TAYLOR, G. K.; DUGAN, M. T. Review of real earnings management literature. **Journal of Accounting Literature**, v. 26, p. 195, 2007.