

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: evidências no brasil

Earnings Management and Ownership Structure: Evidence in Brazil

Gestión de Resultados y Estructura de la Propiedad: Evidencias en Brasil

**ALLAN PINHEIRO
HOLANDA**
Professor da
Faculdade
Lourenço Filho

**ANTONIO
CARLOS COELHO**
Professor da UFC
Pós-Doutor em
Ciências
Contábeis

Submetido em
27.05.2015.
Aprovado em
27.05.2016
Avaliado pelo
processo de
double blind
review.

RESUMO

A pesquisa busca identificar se existe associação entre propensão ao gerenciamento de resultados e os atributos de estrutura de propriedade nas sociedades de capital aberto no Brasil. O gerenciamento de resultados foi estimado pelas medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Zimmermann e Gontcharov (2003). As características de estrutura de propriedade dizem respeito ao controle da firma, à composição acionária, à participação em listagens em bolsas e em níveis de governança, além de aspectos de negociação de ações. Considerou-se o período de 1998 a 2010. Os dados para mensuração das variáveis foram obtidos na base de dados Economática®, nos Formulários de Referência de Informações Anuais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas disponíveis nos portais institucionais da BM&FBovespa e da CVM. As inferências empíricas tiveram como bases estatísticas descritivas, análise de correlação e análise de regressão múltipla. Os achados forneceram subsídios para não se rejeitar integralmente a hipótese de que o nível de gerenciamento de resultados contábeis nas sociedades de capital aberto do Brasil pode ser significativamente afetado por características de sua estrutura de propriedade.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados; Estrutura de Propriedade; Firms Brasileiras.

ABSTRACT

The research aims to identify whether there is an association between propensity to earnings management and ownership structure attributes in Brazilian public companies. The proposed measures by Leuz, Nanda and Wysocki (2003), and Zimmermann and Gontcharov (2003) estimated earnings management. The ownership structure of characteristics relate to the control of the firm, the ownership structure, participation in listings on stock exchange and levels of governance, as well as stock trading aspects. It was considered the period from 1998 to 2010. The data for measuring the variables were obtained in Economática® database, the Annual Information Reference Forms and the Financial Statements available on institutional websites of BM&FBovespa and CVM. The empirical inferences had as descriptive statistics bases, correlation analysis and multiple regression analysis. The findings helped in not fully reject the hypothesis that the level of earnings management in publicly traded companies in Brazil can be significantly affected by characteristics of its ownership structure.

Keywords: Results Management; Ownership Structure; Brazilian firms.

RESUMEN

La investigación tiene como objetivo identificar si existe una asociación entre la propensión a la gestión de resultados y la estructura de la propiedad en las sociedades anónimas de capital abierto brasileñas. La gestión de resultados se estimó mediante las medidas propuestas por Leuz, Nanda y Wysocki (2003) y Zimmermann y Gontcharov (2003). Las características de la estructura de propiedad se refieren al control de la empresa, la estructura accionarial, la participación en los listados en la bolsa y los niveles de gobernanza, así como los aspectos de negociación de valores. Se consideró el período de 1998 a 2010. Los datos para la medición de las variables se obtuvieron en la base de datos Economática®, los Formularios de Referencia y de Información Anual y los estados

financieros disponibles en los sitios web institucionales de la BM&FBovespa y CVM. Las inferencias empíricas tenían bases estadísticas descriptivas, análisis de correlación y análisis de regresión múltiple. Los resultados obtenidos no rechazan totalmente la hipótesis de que el nivel de resultados contables de las sociedades anónimas de capital abierto brasileñas puede verse afectadas de manera significativa por las características de su estructura de propiedad.

Palabras clave: Gestión de Resultados; Estructura de la Propiedad; Firmas brasileñas.

1 INTRODUÇÃO

A identificação da separação entre propriedade e gestão das firmas por Berle e Means (1932), ensejou a Jensen e Meckling (1976) desenvolver a Teoria da Agência, pela qual a relação de agência é definida como tendo início na delegação de poderes por parte do principal para o agente, na expectativa de que este venha a agir sempre de acordo com o melhor interesse daquele.

Entretanto, essa relação pode não ser harmoniosa, pois, de acordo com Jensen e Meckling (1976), as partes sempre querem maximizar sua função-utilidade, e por isso existem boas razões para supor que o agente nem sempre agirá para atender aos interesses do principal, já que os agentes também possuem interesses que procurarão maximizar. Ambos têm como meta a maximização de sua utilidade, seja na riqueza do principal, seja no interesse do agente em maior remuneração, poder, segurança e reconhecimento profissional. Nesse ambiente de interesses divergentes, é que se instalam os conflitos de agência.

O problema básico de qualquer relação de agência reside na possibilidade de o agente assumir um comportamento oportunista no tocante a suas ações visando aumentar sua satisfação pessoal, em detrimento de ações que visem aumentar a utilidade do principal.

O alinhamento desses interesses conflitantes passa a ser relevante para que se evitem custos de agência que afetem o fluxo de caixa destinado aos investidores e aos agentes. O monitoramento dos contratos entre a firma e seus públicos de interesse pode contribuir para alinhar tais interesses (COELHO, 2007).

Nesta perspectiva, a informação contábil de qualidade poderá ser importante ferramenta para monitorar conflitos de agência, ao transmitir com eficiência a situação econômica das firmas aos acionistas e investidores atuais e potenciais. Por outro lado, informação contábil com menor qualidade pode acobertar atitudes oportunísticas dos gestores das firmas, em prejuízo dos demais *stakeholders*.

A qualidade da informação contábil pode ser detectada por meio da investigação de práticas de gerenciamento de resultados; de acordo com Barth, Landsman e Lang (2008) a associação entre os dois é inversa, ou seja, uma maior qualidade da informação contábil está associada a uma menor prática de gerenciamento de resultados.

O gerenciamento de resultados é um ato discricionário na mensuração e na divulgação das informações contábeis por parte dos gestores, com o intuito de modificar o real desempenho da firma, sendo que essa modificação ocorre dentro dos limites impostos pela legislação contábil vigente, e tem como objetivo maximizar a utilidade desses mesmos gestores (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999; DECHOW; SKINNER, 2000).

Em decorrência do ambiente institucional brasileiro, que apresenta baixo nível de *enforcement* para contratos e credores, forte concentração de propriedade, presença do Estado na estrutura de propriedade, dentre outras particularidades, pode-se conjecturar que

as características da estrutura de propriedade das firmas podem fornecer incentivos para a redução das atitudes oportunistas dos gestores das firmas brasileiras (LOPES, 2001; COELHO, 2007).

Nesse sentido, uma maior participação de Investidores Institucionais, um maior número de acionistas com participação relevante e uma maior porcentagem de ações em circulação poderia colaborar para uma maior qualidade da informação contábil e, por conseguinte um menor nível de gerenciamento de resultados, pois tais atributos ensejariam em uma maior força dos acionistas minoritários o que coibiria atitudes oportunistas dos gestores (JALIL; RAHMAN, 2010).

Por outro lado, considerando as características das firmas brasileiras - alta concentração de votos em poder de um único acionista; identidade do acionista controlador; emissão de ações sem direito a voto (preferenciais); estruturas indiretas de controle; dentre outras características (SILVA; LEAL, 2006; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; VERNE; SANTOS; POSTALI, 2009; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010) - que ensejam em uma força do grupo de controle, o que pode resultar em um maior nível de gerenciamento de resultados, pois ao possuir o controle efetivo da empresa os acionistas controladores acabariam por possuir também a gestão, e tenderiam a usá-la para alcançar seus objetivos pessoais (LOPES 2001; COELHO, 2007).

Considera-se na pesquisa, então, que a estrutura de propriedade é uma das características do ambiente institucional brasileiro que pode influenciar a qualidade da informação contábil, no sentido de gerenciar o monitoramento de contratos da firma. Entende-se também que maior prática de gerenciamento de resultados contábeis e menor nível de qualidade da informação estão relacionados. Formula-se, assim, a seguinte questão de pesquisa: **A estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil pode afetar o nível de gerenciamento de resultados praticado pelos gestores de tais firmas?**

Diante do exposto, declara-se que o objetivo da pesquisa consiste em identificar que tipo de associação se observa entre a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto do Brasil e a propensão de seus gestores para praticar gerenciamento de resultados.

2 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

A indagação acerca da relação entre nível de gerenciamento de resultados e características da estrutura de propriedade das firmas gerou série de pesquisas internacionais e nacionais nos últimos anos.

Baptista (2008) investigou em sociedades de capital aberto do Brasil listadas na BM&FBovespa, no período de 1996 a 2007, as associações existentes entre a participação do maior acionista no quadro societário das empresas e a propensão para o gerenciamento de resultados. Dentre as variáveis utilizadas pelo autor para representar a participação do maior acionista, destacam-se o percentual de ações ordinárias pertencentes aos maiores

acionistas, que representa o direito de controle, e o percentual de ações totais pertencentes aos maiores acionistas, que representa o direito sobre o controle e os fluxos de caixa. Os achados do estudo apontaram que as organizações com maior propensão para o gerenciamento de resultados são aquelas com menor concentração de ações totais pertencentes aos maiores acionistas. Por sua vez, o percentual de ações ordinárias pertencentes aos maiores acionistas não apresentou associação com a propensão para o gerenciamento de resultados.

Torres (2009) investigou em sociedades de capital aberto do Brasil listadas na BM&FBovespa, no período de 2007, as associações existentes entre a concentração de capital em torno do maior acionista e a propensão para o gerenciamento de resultados. A concentração de capital foi mensurada a partir da porcentagem de ações totais e a porcentagem de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista da organização. A partir dos achados, pôde-se inferir que a concentração de capital é positivamente relacionada com a propensão para o gerenciamento de resultados.

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

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

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

negativamente o gerenciamento de resultados (RAJGOPAL; VENKATACHALA; JIAMBALVO, 1999; HSU; KOH, 2005; KIM; YI, 2006; ALI; SALLEH; HASSAN, 2008, JALI; RAHMAN, 2010).

Já as pesquisas nacionais que investigam o tema possuem foco no estudo do percentual de ações pertencentes aos maiores acionistas e apontaram que quando um acionista detém o maior número de ações é maior a prática do gerenciamento de resultados; e quando o maior acionista divide o poder com outros acionistas, diminui a prática.

Adicionalmente aos estudos empíricos têm-se os baixos incentivos do sistema jurídico e do ambiente institucional brasileiro em conjunto com a alta concentração de ações em posse dos maiores acionistas impõem baixos custos para que se altere, para baixo, a qualidade da informação contábil com o objetivo de favorecer o grupo de controle das organizações (LOPES 2001; OKIMURA, 2003; COELHO, 2007).

Por outro lado, pode-se admitir que características como a presença de investidores institucionais, a participação estrangeira no controle, elevada quantidade de ações disponíveis no mercado, existência de acordos de acionistas, funcionem como incentivo para atender à demanda por informações contábeis de qualidade, elevando os custos relacionados ao fornecimento de resultados gerenciados.

Dessa forma, na premissa de que existiram atributos societários que influenciaram para mais ou para menos o nível de qualidade da informação contábil, assume-se a hipótese de que: **o nível de gerenciamento de resultados contábeis nas sociedades de capital aberto do Brasil é significativamente afetado por características de sua estrutura de propriedade.**

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população objeto da pesquisa foram as sociedades de capital aberto registradas na CVM observando eventos relativos ao período de 1998 a 2010, composta por 1205 firmas, tanto listadas na BM&FBovespa quanto sem listagem de negociação. Para se chegar à composição da amostra final, aplicaram-se os seguintes critérios de seleção: (1) ser empresa não financeira; (2) ter disponibilidade de demonstrações contábeis por no mínimo quatro anos; (3) ter disponibilidade de dados suficientes para o cálculo das variáveis de pesquisa; e (4) não se caracterizar como *outlier* (sua identificação e exclusão obedeceu à técnica de análise do histograma, no qual as observações que se comportam como extremas e podem enviesar a estimação dos coeficientes são retiradas), redundando em amostra final de 873 sociedades de capital aberto.

Os dados necessários para o processamento do modelo de pesquisa foram coletados na base de dados Economática®, no Formulário de Referência, no Formulário de Informações Anuais e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas disponíveis nos portais institucionais da CVM.

Foram utilizadas, na coleta, as informações provenientes das Demonstrações Contábeis individuais e não consolidadas, já que informações sobre a estrutura de propriedade disponíveis no site da CVM referem-se à sociedade juridicamente constituída e não ao grupo econômico; potenciais efeitos da participação cruzada ou de movimentos entre subsidiárias foram controlados pela inclusão da característica Pertence a Grupo Econômico (GE).

As medidas representativas da prática do gerenciamento de resultados foram baseadas em Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e em Zimmermann e Gontcharov (2003) e são definidas nos próximos parágrafos.

A primeira medida procura identificar a intensidade da suavização, ou seja, da redução da variabilidade dos resultados reportados, efetuada por meio de alteração dos *accruals*. Um menor valor para essa primeira medida significa um maior grau de prática de gerenciamento de resultados; ao reduzir a variabilidade dos lucros reportados por meio do manuseio de *accruals*, conservada a variabilidade dos fluxos de caixa ocorridos, isso implica em menor valor para a medida, conforme se expressa na Equação 1.

$$GR1 = \frac{\sigma LO}{\sigma FCO} \quad (1)$$

Em que: σLO : desvio-padrão do Lucro Operacional escalado pelo ativo total do período anterior; σFCO : desvio-padrão do Fluxo de Caixa das Operações escalado pelo ativo total do período anterior.

A segunda medida, que considera a correlação entre a variação dos *accruals* e a variação dos fluxos de caixa das operações (LOPES; TUKAMOTO, 2007), também busca captar possíveis atos de suavização da série de lucros. Um menor valor para a medida significa maior prática de gerenciamento de resultados, pois os *accruals* estariam sendo manipulados para amortecer choques econômicos efetivos no fluxo de caixa. A medida é expressa pela Equação 2.

$$GR2 = \rho(\Delta ACT, \Delta FCO) \quad (2)$$

Em que: ρ : Correlação; ΔACT : variação dos *Accruals* Totais escalados pelo ativo total do período anterior; e ΔFCO : variação do Fluxo de Caixa das Operações escalado pelo ativo total do período anterior.

A terceira medida “utiliza a magnitude dos *accruals* como indicativo para a extensão em que administradores exercem a discricionariedade na divulgação de lucros” (LOPES; TUKAMOTO, 2007, p. 89). Um alto valor para a medida significa maior grau de prática de gerenciamento de resultados, pois capta a intensidade do exercício da discricionariedade pelo gestor na origem do resultado contábil. A medida é mensurada conforme Equação 3.

$$GR3 = \frac{|ACT|}{|FCO|} \quad (3)$$

Em que: $|ACT|$: valor absoluto dos *Accruals* Totais em t; e $|FCO|$: valor absoluto do Fluxo de Caixa Operacional em t.

A quarta medida procurou analisar a extensão em que os gestores evitam reportar pequenos prejuízos. A medida refere-se à relação entre a taxa de pequenos lucros e pequenos prejuízos, considerando pequenos lucros os que estão no intervalo $[0,00; 0,01]$ e pequenos prejuízos os que se incluem no intervalo $[-0,01; 0,00]$, quando escalados pelo ativo total do período. Maiores valores para a medida significam nível mais elevado de gerenciamento de resultados, dado que maior reporte de pequenos lucros pela firma indica maior frequência que a esperada aleatoriamente. A medida é estimada pela Equação 4.

$$GR4 = \frac{QPL}{QPP} \quad (4)$$

Em que: QPL: Quantidade de Pequenos Lucros; e QPP: Quantidade de Pequenos Prejuízos.

A quinta medida, denominada *Smoothing Rate*, trata de quociente que busca identificar níveis de suavização na série temporal de lucros; altos valores para a medida significam maiores níveis de prática de gerenciamento de resultados, pois ao se reduzir a variância do lucro líquido através do uso de *accruals* discricionários e mantida a variação real do lucro não discricionário se gerencia intencionalmente o resultado no sentido de indicar menor risco associado à firma. A medida é calculada conforme Fórmula 5.

$$GR5 = \frac{\sigma LND}{\sigma LL} \quad (5)$$

Em que: σLND : desvio-padrão do Lucro Não Discricionário em t escalado pelo ativo total do período anterior; e σLL : desvio-padrão do Lucro Líquido em t escalado pelo ativo total do período anterior.

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

$$LND = FCO + AND \quad (6)$$

Em que: LND: Lucro Não Discricionário; FCO: Fluxo de Caixa Operacional em t; e AND: *Accruals* Não Discricionários em t.

Para o cálculo das medidas empregaram-se as seguintes fórmulas:

Accruals Totais:

$$ACT = (\Delta AC - \Delta Disp) + (\Delta PC - \Delta Fin) - Depre \quad (7)$$

Em que: ACT = *Accruals* Totais do período t; ΔAC : Variação no Ativo Circulante; $\Delta Disp$: Variação em Caixa e equivalentes a Caixa; ΔPC : Variação no Passivo Circulante; ΔFin : Variação em Financiamentos e Empréstimos de Curto Prazo; e Depre: Despesas de Depreciação e Amortização em t.

Fluxo de Caixa Operacional:

$$FCO = LO - ACT \quad (8)$$

Em que: FCO: Fluxo de Caixa Operacional em t; LO: Lucro Operacional em t; e ACT: *Accruals* Totais em t.

Já *accruals* não discricionários foram estimados pela diferença entre os *accruals* totais e discricionários, sendo os *accruals* discricionários o termo de erro do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

A sexta medida, denominada Medida Agregada de Gerenciamento de Resultados, consiste na média das posições (*rank*) das demais medidas; as firmas, para efeito de análise, foram ordenadas do menor para o maior nível de gerenciamento para cada medida; altos valores no *ranking* estarão, assim, associados a maiores níveis de gerenciamento de resultados.

Por outro lado, as características da estrutura de propriedade utilizadas podem ser assim classificadas: a) referentes ao controle da firma - Participação do Maior Acionista no Capital, Existência de Acionista Controlador, Origem do Capital Estrangeiro, Origem do Capital Nacional Privado e Origem do Capital Nacional Familiar; b) alusivas à composição acionária - Quantidade de Acionistas Relevantes, Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital, Percentagem de Ações em Circulação e Existência de Acordo de Acionistas; c) indicativas de níveis de governança e de listagem - Existência de Preferencialistas, Presença na NYSE com ADR, Listagem na BM&FBovespa, Adesão a segmentos diferenciados na BM&FBovespa e Pertence a Grupo Econômico.

No quadro 1, descrevem-se estas variáveis e a expectativa do sentido de sua provável influência na prática de gerenciamento de resultados, expressa na última coluna do quadro em comentário.

QUADRO 1 - DESCRIÇÃO DOS ATRIBUTOS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Variável	Forma de mensuração	Influência esperada
Participação do Maior Acionista no Capital	Ações em Posse do Maior Acionista / Quantidade Total de Ações	+
Existência de Acionista Controlador	1 acionista único concentrando mais de 50% das ações ordinárias e 0, caso contrário	+
Quantidade de Acionistas Relevantes	Quantidade de acionistas com participação relevante	-
Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital	Ações em Posse de Investidores Institucionais / Quantidade Total de Ações	-
Existência de Preferencialistas	1 para empresa com ações preferenciais e 0, caso contrário	+
Porcentagem de Ações em Circulação	Quantidade de Ações Disponíveis no Mercado / Quantidade Total de Ações	-
Existência de Acordo de Acionistas	1 para empresa com acordo de acionistas cadastrado e 0, caso contrário	-
Origem do Capital Nacional Privado	1 para empresa de capital privado e não familiar e 0, caso contrário	?
Origem do Capital Nacional Familiar	1 para empresa de capital familiar, e 0, caso contrário	+
Origem do Capital Nacional Estatal	1 para empresa de capital estatal e 0, caso contrário	?
Origem do Capital Estrangeiro	1 para empresa de capital estrangeiro e 0, caso contrário	-
Presença na NYSE por meio do	1 para empresa com ações negociadas na NYSE e 0, caso	-

lançamento de ADR	contrário	
Não Listagem na BM&FBovespa	1 para empresa não listada na BM&FBovespa e 0, caso contrário	+
Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa	1 para empresa listada nos segmentos BM&FBovespa e 0, caso contrário	-
Pertence a um Grupo Econômico	1 para empresa com balanço consolidado e 0, caso contrário	+

A expectativa de associação positiva assinalada entre gerenciamento de resultados compreende as características às quais são conferidas condições de baixa governança ou que podem conduzir a alta assimetria informacional entre gestores e financiadores; por decorrência, os atributos assinalados com associação negativa esperada decorrem da presença de agentes ou condições que incentivam, conceitualmente, a baixo teor de assimetria informacional e a maior força institucional que garanta oferta de informações eficientes por parte dos gestores (BIANCHI, 2005; FERNANDES; MACHADO, 2011).

Complementarmente se incluíram variáveis de controle, as quais provavelmente podem impactar a geração de gerenciamento de resultados, reduzindo-se o termo de erro do modelo, na forma do quadro 2.

Quadro 2 - Descrição das variáveis de controle

Variáveis de controle	Mensuração
Tamanho	Log (Ativo Total)
Alavancagem Financeira	Passivo Oneroso / Ativo Total
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
Setor	<i>Dummies</i>

Definidas as variáveis para as medidas de gerenciamento de resultados (GR) e para a identificação da estrutura de propriedade, utilizou-se o modelo de estimação (9) para efetivação do teste de hipótese. O modelo será processado para cada uma das medidas de gerenciamento de resultados já elencadas.

$$GR = \sum \beta AP + \sum \beta VC + \epsilon \quad (9)$$

Em que: GR: gerenciamento de resultados; AP: atributos de propriedade (Quadro 2); VC: variáveis de controle (Quadro 3); β : Coeficientes a serem estimados; e ϵ : Termo de Erro do modelo.

Por conta da construção de métricas representativas do período total como *proxy* para gerenciamento de resultados a partir das observações temporais, expressaram-se as características de estrutura de propriedade, quando de natureza racional pela média e, quando de natureza binária, pela informação modal.

Adicionalmente, objetivando proporcionar maior robustez às estimações econométricas, variáveis representativas de estrutura de propriedade de natureza binária -

Existência do Acordo de Acionistas, Presença na NYSE-ADR Não Listagem na BM&FBovespa e Adesão a segmentos da BM&FBovespa - foram processadas por variáveis de interação.

Por fim, na estimação dos coeficientes empregou-se Análise de Regressão Linear Múltipla por meio do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO); a técnica é um meio pelo qual se busca analisar a existência de relações de dependência entre variáveis (GUJARATI, 2006).

Os pressupostos da regressão foram aceitos quanto à homocedasticidade dos resíduos, via correção robusta de White; quanto à normalidade dos resíduos, garantida pelo Teorema do Limite Central; e quanto à multicolinearidade, já que a análise de correlação não identificou, entre as variáveis independentes sinais de possíveis redundâncias.

Expõem-se, ainda na análise, estatísticas descritivas para se conhecer a distribuição da amostra empregada.

4 RESULTADOS

Na tabela 1 aponta-se o comportamento do gerenciamento de resultados da amostra pesquisada. O nível de gerenciamento ora detectado conserva, aproximadamente, os mesmos níveis encontrados nas pesquisas nacionais do gênero (LOPES; TUKAMOTO, 2007; TRAPP, 2009; CORREIA; LOUVET, 2010).

Quando se comparam pesquisas internacionais (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003; e ZIMMERMANN; GONTCHAROV, 2003), encontram-se similaridades de nível de gerenciamento apenas nas três primeiras medidas. Nas demais, por outro lado, o grau de gerenciamento de resultados no Brasil aparece em níveis inferiores aos internacionais, indicando menor discricionariedade dos gestores sobre os lucros reportados pelas empresas da amostra.

TABELA 1 - COMPORTAMENTO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Medidas de Gerenciamento de Resultados	N	Média
GR1	830	0,604
GR2	801	-0,733
GR3	849	1,003
GR4	363	0,305
GR5	775	2,643

Na tabela 2 se demonstra o comportamento ao longo do tempo das características de propriedade estudadas. Observa-se que a Participação do Maior Acionista no Capital se mantém no nível de cerca de 60% das ações totais da empresa com um único acionista, patamar similar ao encontrado nos estudos de Silva (2004) e Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010); esse nível de participação do maior acionista acaba por torná-lo o controlador da empresa. Esse fato o torna gestor da firma, ensejando incentivos para exercer benefícios próprios do controle (MOTA; COELHO, 2015).

Decorrente da elevada participação do maior acionista da empresa depara-se com diminuta participação relevante de investidores institucionais e baixo nível do *float* de ações em circulação, abaixo, na média, de 25% que é o mínimo exigido pela BM&FBovespa para os segmentos diferenciados de Governança Corporativa.

TABELA 2 - COMPORTAMENTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NO BRASIL

Característica	Média
Participação do Maior Acionista no Capital	59,18
Quantidade de Acionistas Relevantes	2,38
Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital	10,89
Porcentagem de Ações em Circulação	20,15

Notas: (i) N = 874

As características de estrutura de propriedade categóricas são examinadas na tabela 3; infere-se de sua análise que prevalece padrão de companhia de capital aberto no Brasil com as seguintes características: existe acionista controlador; emite ações preferenciais; não usa acordo de acionistas; origina-se de capital nacional privado não familiar; não lança ADR na NYSE; não é listada na BM&FBovespa; não é listada em níveis diferenciados de governança corporativa e faz parte de grupo econômico.

Características que poderiam ensejar expectativa de práticas eficazes de governança corporativa – acordos de acionistas, emissão de ADR (NYSE, que funciona em ambiente de maior proteção a acionistas e investidores), e listagem nos segmentos de Governança Corporativa da BM&FBovespa – não estão presentes na maioria das empresas da amostra, o que conduz à possibilidade de que a estrutura de propriedade, via concentração de propriedade e baixa presença institucional de minoritários, possa contribuir para práticas de gerenciamento de resultado.

TABELA 3 - CARACTERÍSTICAS DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NO BRASIL

Característica	Não Existe		Existe	
Existência de Acionista Controlador	30,89%		69,11%	
Existência de Preferencialistas	36,50%		63,50%	
Existência de Acordo de Acionistas	75,74%		24,26%	
Origem do Capital	Estrangeiro	Estatal	Nacional Privado	Familiar
	7,90%	3,43%	83,75%	4,92%
	Não Possui		Possui	
Presença na NYSE por meio do lançamento de <i>American Depositary Receipts</i>	97,60%		2,40%	
	Não é Listada		É Listada	
Não Listagem na BM&FBovespa	43,71%		56,29%	
Adesão a segmentos diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBovespa	86,50%		13,50%	
	Não Pertence		Pertence	
Pertence a Grupo Econômico	39,02%		60,98%	

Na tabela 4 discutem-se os testes acerca dos impactos no grau de gerenciamento de resultados devidos à estrutura de propriedade das empresas amostradas, por meio de 6

modelos que regidem as variáveis de estrutura de propriedade contra cada uma das medidas de gerenciamento de resultado consideradas.

No modelo que considera a Medida GR6, indicativa da agregação de todas as métricas de gerenciamento de resultados, são reveladas associações significantes e positivas no que tange à origem do capital; como esperado, as empresas de origem familiar tendem a se colocar em níveis mais altos de gerenciamento de resultados que as demais, maior possibilidade de utilização de *accruals* discricionários no reporte dos lucros contábeis (BOZEC, 2008). Observa-se que a origem do capital das empresas, independente de sua procedência, exercem forte discricionariedade no uso dos *accruals*.

Outros atributos que, genericamente, indicam maior propensão ao gerenciamento de resultados é a não listagem em mercados de ações e a existência de acordos de acionistas, como se depreende ainda da análise da medida GR6; nos dois casos o poder de acionistas minoritários parece se diluir na baixa transparência de empresas não listadas e na força do conluio de grandes posições acionárias (TORRES, 2009).

Noutro sentido, fatores que poderiam ensejar em uma maior governança como presença de preferencialistas e listagem com ADR parecem inibir práticas de gerenciamento de resultados (BARROS; SOARES; LIMA, 2013); dada a associação negativa e significativa com a medida GR6, indicando que apesar de não possuir controle, preferencialistas, com maior *expertise* e presença no mercado brasileiro acabam por influenciar no nível do gerenciamento de resultados; situação similar estão empresas negociadas por meio de ADR, dada maior demanda por informações contábeis de qualidade exigida pelo mercado norte-americano.

Também se indica que lucros de componentes de grupos econômicos praticam menor nível de gerenciamento de resultados, podendo indicar que possíveis processos de discricionariedade com *accruals*, se dê no sentido de ajustar posições dentro do grupo.

Ações de suavização da série temporal de lucros (GR1 e GR2) estão significante e positivamente associadas à existência de acionista controlador e à participação de investidores institucionais relevantes; estes movimentos podem ser explicados pela busca da redução de custo de capital para a firma, uma vez que as medidas de risco, obtidas por menor volatilidade de retornos contribuiriam para tal redução.

TABELA 4 - GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Característica	Medida de Gerenciamento de Resultados					
	GR1	GR2	GR3	GR4	GR5	GR6
Participação do Maior Acionista no Capital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,04
Existência de Acionista Controlador	-0,02	-0,11**	-0,16	0,05	0,15	10,12
Quantidade de Acionistas Relevantes	-0,02	-0,02	-0,04	-0,03	0,15	0,57
Participação de Investidores Institucionais Relevantes no Capital	-0,01*	0,00	-0,00	0,00	0,00	0,20
Existência de Preferencialistas	0,04	0,06	-0,09	-0,03	-0,35*	-17,71**
Porcentagem de Ações em Circulação	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12

Interação da Quantidade de Investidores						
Institucionais Relevantes com a Existência de Acordo de Acionistas	0,01	0,01	0,05	0,03	-0,01	4,66*
Origem do Capital Estrangeiro	-0,24**	-0,37***	-0,22	-0,18	0,55	42,2**
Origem do Capital Nacional Privado	-0,25**	-0,30***	-0,03	0,13	1,01***	30,15**
	-					
Origem do Capital Nacional Familiar	0,32** *	-0,32***	0,82**	0,23	1,67***	72,34** *
Interação do Tamanho (TAM) com a						
Presença na NYSE por meio do lançamento de ADR	0,00	-0,00	0,02	0,01	-0,01	-4,28*
	-					
Interação da Alavancagem Financeira com a Não Listagem na BM&FBovespa	0,16** *	-0,03	0,23*	0,23*	0,12	33,65**
Interação da Rentabilidade do Patrimônio						
Líquido com a Adesão a segmentos diferenciados da BM&FBovespa	0,01	0,04	-0,11	0,10	0,28***	-14,88
Pertence a Grupo Econômico	0,16** *	0,11***	0,01	-0,11	-0,92***	-17,61**
N	830	801	849	363	775	301
Teste F	3,56** *	2,34***	2,11** *	2,05**	4,24***	3,28***
R ²	9,63%	7,17%	4,89%	7,36%	12,20%	19,60%

Notas: (i) Variáveis de controle não reportadas; (ii) Quanto menor as medidas GR1 e GR2 maior é o nível de gerenciamento de resultados; e (iii): *, **, ***: Significância de 10%; 5% e 1% respectivamente.

A existência de preferencialistas, de outra parte, se associa, com significância, a práticas que levem à redução da volatilidade dos lucros (GR5), que pode garantir ganhos aos preferencialistas, sem afetar significativamente o custo de capital de novas emissões, cada vez mais raras. Por outro lado, acionistas preferenciais podem ter influência na gestão por outros mecanismos (posição em conselho de administração ou conselho fiscal), o que inibiria a ação de achatamento das séries de resultados.

Já a adesão a segmentos diferenciados de governança corporativa na BM&FBovespa está associada positiva e significativamente (GR5) com práticas relacionadas à redução gerenciada da volatilidade temporal dos resultados.

Ainda neste quesito de ajustar resultados no sentido de aplainar a série temporal de lucros, vale destacar:

- As empresas não listadas na BM&FBovespa apresentaram associação positiva e significativa com a suavização de resultados (GR1) indicando que por não possuir um maior monitoramento do mercado tais empresas apresentam uma maior redução, via gerenciamento, da variabilidade dos seus resultados; e
- As empresas pertencentes a grupos econômicos parecem adotar ações que tornam a série de lucros com menor volatilidade, quando olhadas individualmente, e em relação às suas congêneres sem partes relacionadas; note-se que tal condição foi captada nas 3 mensurações de suavização de

resultados (GR1, GR2, GR5) apontando que tais empresas não buscam gerenciar o resultado; isto pode acontecer pelo fato da informação contábil passar por controles diferenciados em cada empresa do grupo.

A identificação de discricionariedade de gestores na divulgação de lucros (medidas GR3 e GR4) apenas se manifestou positiva e com significância com relação às empresas não listadas em bolsas de negociação de ações e naquelas de origem de capital familiar; entende-se que tais grupos de firmas se caracterizam exatamente por menores níveis de práticas de governança corporativa, com interesses de controladores sobrepostos aos dos demais grupos de interesse nas firmas.

As origens do controle associaram-se a maior nível de gerenciamento de resultados em várias das medidas utilizadas, indicando que a relevância para explicar tal comportamento está associado à presença de controladores societários, pois detêm a gestão e tendem a usá-la no sentido de exercer benefício privados do controle.

Atributos não comentados, por não se associaram com significância a qualquer das medidas de gerenciamento de resultados, são indicativos de inferência de que são neutros em alterar resultados reportados nas demonstrações contábeis.

5 CONCLUSÕES

A pesquisa teve por objetivo investigar influências de atributos de estrutura de propriedade, nas sociedades de capital aberto no Brasil, na propensão de seus gestores em praticar ações de gerenciamento de resultados nos lucros divulgados.

Os achados levam à inferência de que atributos de estrutura de propriedade no ambiente institucional brasileiro, principalmente associados à concentração e controle contribuem para o exercício de gerenciamento de resultados; não se pode, então, rejeitar a hipótese proposta.

Todavia, tal relação não é abrangente e não atende ao mesmo sinal; tanto há impactos no sentido de maior nível de gerenciamento de resultados, quanto no sentido de sua mitigação; também não foi suficiente para indicar tendência da motivação para o exercício de tais ações, o que careceria de pesquisas adicionais, sugestão que se oferece para a continuidade da investigação.

Há de se ressaltar que a qualidade do lucro reportado no Brasil fica prejudicada principalmente na presença de características de estrutura de propriedade ligadas a controle acionário, investidores institucionais e a não listagem em bolsa.

Por outro lado, e em menor escala, os atributos relacionados a preferencialistas, grupo econômico, listagem em bolsa internacional e listagem em níveis diferenciados de governança corporativa contribuem reduzir o nível de gerenciamento de resultados, o que estaria atrelado à qualidade da informação contábil.

Tais inferências se apresentam em linha com achados de Rajgopal, Venkatachalam e Jiambalvo (1999), Hsu e Koh (2005), Kim e Yi (2006), Ali, Salleh e Hassan (2008), Baptista

(2008), Torres (2009), Jalil e Rahman (2010), Correia e Louvet (2010) e Coelho et al. (2011), no sentido que não se relatam casos de influência definitiva e completa de atributos de estrutura de propriedade afetando a prática de gerenciamento de resultados; tais pesquisas se desenvolveram em diversos ambientes e momentos institucionais, tanto nacional como internacionalmente.

Por fim, nota-se que o desenvolvimento da estrutura de propriedade no Brasil não aconteceu no sentido de conduzir as firmas a mostrarem adequados atributos de governança corporativa (PEROBELLI et al., 2005), o que também sugere pesquisas sobre o tema; também se pode avançar a pesquisa considerando a ponderação de instrumentos específicos de governança corporativa tais como presença de comitês de auditoria, conselhos de administração e regulação contábil como influenciadores do nível de gerenciamento de resultados no Brasil.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D.M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ALI, S.M.; SALLEH, N.M.; HASSAN, M.S. Ownership Structure and Earnings Management in Malaysian Listed Companies: The Size Effect. **Asian Journal of Business and Accounting**, v. 1, n. 2, p. 89-116, 2008.

BAPTISTA, E.M.B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 2008. 304 p. Tese (Doutorado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

BARROS, C.M.E.; SOARES, R.O.; LIMA, G.A.S.F. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 19, p. 27-39, 2013.

BARTH, M.E.; LANDSMAN; W.R; LANG, M.H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BERLE, A.A.; MEANS, G.C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BIANCHI, M. **A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. 2005. 158 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio Sinos, São Leopoldo, 2005.

BOZEC, Y. Ownership Concentration, Separation of Voting Rights from Cash Flow Rights, and Earnings Management: An Empirical Study in Canada. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 25, n. 1, p. i-xv, 2008.

COELHO, A. C. D. **Qualidade informacional e Conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil**. 2007. 240 p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

COELHO, A.C.D.; LOPES, A.B.; BHIMANI, A.; TRAPP, A. The Supervisory Board as an Alternative Corporate Governance Mechanism: Evidence from Brazil. In: ANNUAL CONGRESS EAA, 34., Roma. **Anais...** Bruxelas: EAA, 2011.

CORREIA, L.F.; LOUVET, P. O Relacionamento entre a Governança das Empresas e a Qualidade das suas Informações Financeiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 34., Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

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

DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G.; SWEENEY, A.P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, p. 2, p. 193-225, 1995.

FERNANDES, F.C.; MACHADO, D.B. Teoria da agência e governança corporativa: uma reflexão acerca da relação de subordinação organizacional da contabilidade à administração. In: SIMPÓSIO DE ADMINISTRAÇÃO DA PRODUÇÃO, LOGÍSTICA E OPERAÇÕES INTERNACIONAIS, 14., São Paulo. **Anais...** São Paulo: FGV, 2011.

GUJARATI, D.M. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2006.

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

HSU, G.C; KOH, P.S. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. **Corporate Governance**, v. 13, n. 6, p. 809-823, 2005.

ITURRIAGA, F.J.L.; CRISÓSTOMO, V.L. Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.

JALIL, A.A.; RAHMAN, R.A. Institutional investors and earnings management: Malaysian evidence. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 8, n. 2, 2010.

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

KIM, J.; YI, C.H. Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea. **Contemporary Accounting Research**, v. 23, n. 2, p. 427-464, 2006.

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

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicados à BOVESPA**. 2001. 308 p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

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

MOTA, A.F. & COELHO, A.C. Fontes de dívida como instrumento de sinalização entre acionistas minoritários e gestores Majoritários: evidências no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 15., São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2015.

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

PEROBELLI, F. F. C.; SILVEIRA, A. M. ; BARROS, L. A. B. C. ; ROCHA, F. D. . Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um Enfoque abordando a questão da Endogeneidade. In: ENCONTRO DA ANPAD, 29., Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005.

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

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

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

SHCIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

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

SILVA, A.L.C.; LEAL, R.P.C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. **Corporate Ownership & Control**, v. 4, n. 1, p. 300-308, 2006.

SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas - RAE**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

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

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

VERNE, R.M.; SANTOS, R.L.; POSTALI, F.S. Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9., São Leopoldo. **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2011.

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