

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS**

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MESTRADO EM CONTABILIDADE**

**A RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA.**

ELIZEU MARIA JUNIOR

**VITÓRIA - ES
JUNHO, 2013.**

ELIZEU MARIA JUNIOR

**A RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA.**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Federal do Espírito Santo (UFES) como requisito a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira

Orientadora: Professora. Dra. Patrícia Maria Bortolon

**VITÓRIA-ES
JUNHO, 2013.**

FICHA CATÁLOGRÁFICA

ELIZEU MARIA JUNIOR

**A RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, GOVERNANÇA
CORPORATIVA E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES) como requisito a obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Aprovada em ____ de _____ de 2013.

COMISSÃO EXAMINADORA

Membro Interno - Presidente - Professora Dra. Patrícia M. Bortolon

Orientadora – Professora do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da
Universidade Federal do Espírito Santo

Membro Interno - Prof. Dr. Gabriel Moreira Campos

Professor do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do
Espírito Santo

Membro Externo - Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

Professor Associado da Fucape Business School

**VITÓRIA-ES
JUNHO, 2013.**

AGRADECIMENTOS

A CAPES – Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior -, pelo apoio financeiro.

Agradeço primeiramente a Deus por ter me dado à oportunidade de estudar e subir mais um degrau em minha vida profissional e acadêmica. Agradeço a Ele pela saúde e por ter colocado em meu caminho pessoas que não só me ajudaram, mas que em muitos momentos caminharam comigo quando pensei estar sozinho.

Agradeço ao corpo docente do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da UFES; primeiramente a minha orientadora, Prof. Dra. Patricia M. Bortolon, pela paciência e por tantos conselhos dados dentro e fora da sala de aula no decorrer de nossa caminhada. Ao coordenador do programa, Prof. Dr. Alfredo Sarlo Neto, pela disposição em buscar os recursos necessários à realização deste curso bem como por dividir com seus alunos suas experiências e conhecimentos. A secretária do programa, Senhora Penha, pela presteza e disposição em atender a todos os alunos indistintamente. Aos meus colegas de mestrado o meu obrigado pelas palavras amigas e pela ajuda em tantos momentos difíceis de nosso curso.

Agradeço a minha esposa Michele e a minha filha Milena pelo apoio e compreensão dispensados, principalmente nos momentos em que deixei de estar com elas para me dedicar aos estudos. Por vocês eu cheguei até aqui e quero ir mais longe. Agradeço aos meus pais, Elizeu e Creuza, por me ensinarem o valor da família, dos amigos e dos estudos na vida de um homem. Obrigado por seus ensinamentos. Agradeço a minha irmã e minha sobrinha, Eliza e Isabela, respectivamente, a todo o apoio e carinho que me deram. A minha Igreja e ao meu Pastor agradeço pelo carinho e pelas palavras de incentivo. O meu Deus e minha família foram, são e sempre serão as bases e estruturas da minha vida.

A todos vocês o meu muito obrigado.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	BNDES Participações S/A
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	Chiefs Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
FUNCEF	Fundação dos Economiários Federais
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
OCDE	Organization for Economic Co-Operation and Development
PETROS	Fundação Petrobras de Seguridade Social
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Descrição das características e medidas necessárias para se aderir a um dos Níveis diferenciados de Governança Corporativa	22
Quadro 2- Descrição das Motivações econômicas para o Gerenciamento de Resultados.....	24
Quadro 3- Descrição dos Incentivos ao Gerenciamento de Resultados	25
Quadro 4 – Descrição geral das variáveis de pesquisa	38

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estruturação da relação das variáveis de pesquisa	17
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Estatística descritiva da participação acionária do Fundo Previ	42
Tabela 2 - Estatística descritiva da participação acionária do Fundo Petros	42
Tabela 3 - Estatística descritiva da participação acionária do BNDESPar	42
Tabela 4 - Estatística descritiva da participação acionária dos Outros Investidores Institucionais Não Familiares	43
Tabela 5 - Estatística descritiva da participação acionária dos Investidores Institucionais Familiares	43
Tabela 6 - Estatística descritiva da participação acionária dos Investidores Institucionais Estrangeiros	43
Tabela 7 - Estatística descritiva da participação acionária dos Investidores Não Institucionais	44
Tabela 8– Resultado da regressão dos <i>Accruals</i> discricionários	45
Tabela 9- Estatística descritiva do Índice de Gerenciamento de resultados GR1	45
Tabela 10- Estatística descritiva do Índice de Gerenciamento de resultados GR2.....	46
Tabela 11- Estatística descritiva do Índice de Gerenciamento de resultados GR3.....	46
Tabela 12- Estatística descritiva – Variável de controle Desempenho	47
Tabela 13- Estatística descritiva – Variável de controle Alavancagem	47
Tabela 14- Estatística descritiva – Variável de controle Tamanho.....	47
Tabela 15 – Descrição dos investimentos realizados no período por investimento/tamanho do ativo da empresa dividido em quartis.....	49
Tabela 16 – Resultado dos testes de Hausman e LM de Breusch-Pagan.....	50
Tabela 17 – Resultados das regressões da Hipótese 1.....	52
Tabela 18 – Resultados das regressões da Hipótese 2.....	54
Tabela 19 – Resultados das regressões da Hipótese 3.....	55
Tabela 20 – Resultados das regressões da Hipótese 4.....	57
Tabela 21 – Resultados das regressões da Hipótese 5.....	59

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
1.1. OBJETIVOS	15
1.2. JUSTIFICATIVA.....	15
1.3. PROBLEMA DE PESQUISA.....	16
2. REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
2.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	22
2.2.1. TIPOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	24
2.2.2. INCENTIVOS PARA GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	24
2.3. INVESTIDORES INSTITUCIONAIS.....	26
2.4. ESTUDOS ANTERIORES	28
3. METODOLOGIA	29
3.1. AMOSTRA	29
3.2. DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES	30
3.3. DADOS EM PAINEL	31
3.4. VARIÁVEIS DE PESQUISA E DEFINIÇÃO DOS MODELOS EMPREGADOS.....	32
3.5. LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	40
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS.....	41
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
6. REFERÊNCIAS	64

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo verificar se a concentração de participação na propriedade das empresas listadas na BOVESPA por investidores institucionais nacionais ou estrangeiros, incluindo sua interação com a adoção de melhores práticas de governança corporativa, impacta o gerenciamento de resultados contábeis. A literatura estrangeira sugere que investidores institucionais contextualizados em um mesmo cenário econômico podem exercer mais influência sobre a gestão, monitorando melhor as ações dos gestores, e obterem informações com custo mais baixo e em tempo diferenciado. Esta pesquisa classifica-se como quantitativo-descritiva cuja coleta de dados apresenta-se como documental. A análise será realizada sobre as empresas ativas e com ações negociadas na Bovespa no período de 2008 a 2012. Espera-se como resultado que a concentração de participação de investidores institucionais seja inversamente proporcional ao nível de gerenciamento de resultados e que o nível de governança corporativa associado à participação de investidores institucionais nacionais ou estrangeiros aumente esta proporcionalidade inversa. Os resultados obtidos revelam um indicativo de que a participação na estrutura de propriedade de investidores institucionais nacionais gera maior impacto nos índices de gerenciamento de resultados do que a participação de investidores institucionais estrangeiros. Verificou-se também que, divergente de estudos anteriores, a participação dos investidores institucionais familiares pode estar impactando negativamente o índice de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras. Em última análise foi observado que a adoção de melhores práticas de governança corporativa associada a participação acionária de investidores institucionais não impactou significativamente o gerenciamento de resultados.

Palavras Chave:

Investidores Institucionais, Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa.

ABSTRACT

This research aims to determine the concentration of ownership stake in the companies listed on the BOVESPA by domestic and foreign institutional investors, including its interaction with the adoption of best corporate governance practices, impacts the earnings management. The literature suggests that foreign institutional investors in the same economic environment may exert more influence on the management, monitoring the actions of the best managers, and obtain information at a lower cost and time differential. This research is classified as quantitative-descriptive data collection which presents itself as a documentary. The analysis will be performed on the active companies and traded on Bovespa in the period 2008-2012. It is hoped that as a result the concentration of institutional investor participation is inversely proportional to the level of earnings management and the level of corporate governance associated with the participation of national and foreign institutional investors increase this inverse proportionality. The results show an indication that participation in the ownership structure of domestic institutional investors generates greater impact on rates of earnings management than the participation of foreign institutional investors. It was also found that, diverging from previous studies, the participation of institutional investors relatives may be negatively impacting the index of earnings management of Brazilian companies. Ultimately it was observed that the adoption of best corporate governance practices associated with shareholding of institutional investors did not significantly impact earnings management.

Keywords:

Institutional Investors, Earnings Management and Corporate Governance.

1. INTRODUÇÃO

O monitoramento dos investidores institucionais sobre os gestores surgiu em razão do conflito de agência entre acionistas e gestores. Assim, grandes acionistas, ou seja, indivíduos ou instituições que detêm grande concentração de capital em uma empresa são motivados a participar ativamente na direção estratégica da empresa. Destaca-se com isto o problema dos *free-riders*, argumentando que somente grandes acionistas têm o incentivo para realizar monitoramento ou outras atividades de controle. Desta forma todos os outros acionistas se beneficiam de tais atividades, mesmo que não suportem os custos do processo. Ou seja, pode haver na estrutura acionária de uma companhia investidores institucionais com menor propriedade que se beneficiam do monitoramento de grandes investidores, ou mesmo menores investidores institucionais que não monitoram seus gestores em função do baixo custo-benefício de tal tarefa (GILLAN; STARKS, 2000).

Os Investidores Institucionais cresceram em poder e influência a partir da década de 90. Em virtude de seu tamanho, podem exercer uma grande influência sobre as empresas em que investem, sejam essas nacionais ou estrangeiras. A Inglaterra e os EUA são dois países com níveis mais significativos de participação na composição acionária de investidores institucionais. A influência gerada pela participação de grandes investidores institucionais pode ser percebida no desenvolvimento da governança corporativa nos dois países e em políticas de governança corporativa dos próprios investidores institucionais (WEBB, 2002).

No Brasil, Da Silveira (2011) apresenta um estudo da progressão da participação de investidores institucionais nas empresas brasileiras, destacando a presença de fundos de pensão na estrutura de propriedade e controle e como estes fatos têm influenciado a qualidade da governança corporativa local.

Estudos realizados a partir da década de 80 apresentam um maior destaque para o papel de Investidores institucionais no acompanhamento, monitoramento e influência sobre a gestão corporativa. Trabalhos como o de Shleifer e Vishny (1986) e McConnell e Servaes (1990) mostram a determinação dos investidores institucionais em fazer com que os gestores concentrem-se no desempenho econômico das entidades desviando-se de comportamentos oportunistas ou no mínimo diminuindo estas possibilidades.

Chung, Firth e Kim (2002) pesquisam sobre como grandes participações de investidores institucionais inibem os gestores a usar algum tipo de gerenciamento de resultado através da discricionariedade da escolha de métodos contábeis a fim de alcançar benefícios

peçoais. Estes autores ainda destacam que os investidores institucionais ao buscarem o objetivo destacado anteriormente contribuem para melhoria das práticas de governança corporativa.

Croci, Gonenc e Ozkan (2012) investigam o impacto do controle familiar com a participação de investidores institucionais sobre pacotes e planos de pagamentos aos CEO's na Europa Continental. Sua pesquisa descreve que a propriedade institucional está associada com níveis mais elevados de remuneração total ao CEO, especialmente em empresas familiares. Além disso, os investidores institucionais estrangeiros têm um impacto positivo e significativo sobre o nível de compensação aos CEO's. Chemmanura, He e Hu (2009) destacam o crescimento de investidores institucionais no mercado de ações dos EUA de U\$ 370 bilhões para aproximadamente U\$ 8 trilhões em duas décadas e que muitos bancos de investimentos, em ofertas públicas de ações, captam recursos predominantemente de investidores institucionais.

Verifica-se com as informações levantadas nos parágrafos anteriores uma predominância da literatura estrangeira sobre investidores institucionais pesquisando como estes investidores agem e interagem com a gestão das entidades, suas perspectivas sobre os lucros e seu comportamento em empresas familiares e não familiares, dentre outras pesquisas (WEBB; 2002; CHUNG; FIRTH; KIM; 2002; CHEMMANURA; HE; HU; 2009). No entanto, no Brasil, a interação e o comportamento dos investidores institucionais com as empresas e o mercado de ações ainda foram pouco estudados.

Os investidores institucionais atuam predominantemente no mercado financeiro, tornando-se nos últimos anos administradores mais ativos e eficientes de suas carteiras (LANTZ; MONTANDRAU e SAHUT, 2010).

Investidores Institucionais locais são monitores mais eficazes do comportamento gestor empresarial, além de serem mais ativos quanto à propostas de acionistas e ao controle da remuneração excessiva dos gestores. Empresas com elevada participação de acionistas nacionais têm uma melhor governança corporativa interna e são mais rentáveis (CHHAOCHHARIA, KUMAR, E NIESSEN-RUENZI, 2012).

1.1.OBJETIVOS

Este estudo objetiva verificar se há diferença no nível de gerenciamento de resultados de acordo com a participação acionária de investidores institucionais nacionais ou estrangeiros e se a adoção de melhores práticas de governança corporativa altera esta diferença, ou seja, vincular a concentração de propriedade institucional nacional e estrangeira e as práticas de governança corporativa ao nível de gerenciamento de resultado das empresas brasileiras. Mais especificamente analisar se de acordo com a participação acionária nas empresas, que possibilita um maior ativismo de investidores institucionais nacionais, o monitoramento dos gestores quanto ao gerenciamento de resultados torna-se mais eficaz em comparação com a participação de investidores institucionais estrangeiros. Para alcançar tal objetivo será necessário: identificar os acionistas institucionais das empresas brasileiras e classificá-los em nacionais e estrangeiros; identificar o nível de governança corporativa das empresas; verificar se a presença e/ou concentração de propriedade de investidores institucionais nacionais ou estrangeiros influencia no gerenciamento de resultados e como a governança corporativa altera esta relação. Estudos anteriores evidenciam a eficácia dos investidores institucionais no monitoramento dos gestores quanto às práticas de gerenciamento de resultados e como estes investidores impactam positivamente, ou, ao menos, influenciam as empresas a adotarem melhores práticas de governança corporativa (CHHAOCHHARIA, KUMAR, E NIESSEN-RUENZI, 2012).

O resultado desta pesquisa se tornará relevante para a academia ao revelar informações sobre a interação dos investidores institucionais com suas investidas; e ao mercado investidor como um todo, pois ao conhecerem a composição acionária de determinada empresa poderão fazer inferências sobre o monitoramento dos gestores e conseqüentemente sobre o gerenciamento de resultados contábeis.

1.2.JUSTIFICATIVA

A conjectura fundamental deste estudo é que em um cenário econômico nacional os custos de monitoramento incorridos por investidores nacionais são menores do que os custos dos investidores estrangeiros. Sendo assim as empresas com maior concentração proprietária de investidores institucionais nacionais teriam melhores características de governança corporativa. Em tese, as empresas com mais acionistas institucionais nacionais ativos, apresentariam uma menor propensão a se envolver em comportamento corporativo indesejável como o gerenciamento de resultados, por exemplo. Destaca-se também que a

literatura estrangeira já evidenciou que a proximidade geográfica, e a facilidade de obtenção e entendimento de informações tornam as instituições locais mais propensas a participar de reuniões de acionistas e apresentar propostas, facilitar a rotatividade de gestores, ou mesmo controlar sua remuneração. Esta forma de ativismo local também pode ter uma influência indireta sobre a escolha dos membros do conselho e da estrutura dos contratos de remuneração (CHHAOCHHARIA, KUMAR, E NIESSEN-RUENZI, 2012). Algumas das razões pelas quais os custos de monitoramento de investidores institucionais nacionais podem ser inferiores aos custos de monitoramento de investidores estrangeiros, conforme Chhaochharia, Kumar, e Niessen-Ruenzi, 2012 são, por exemplo:

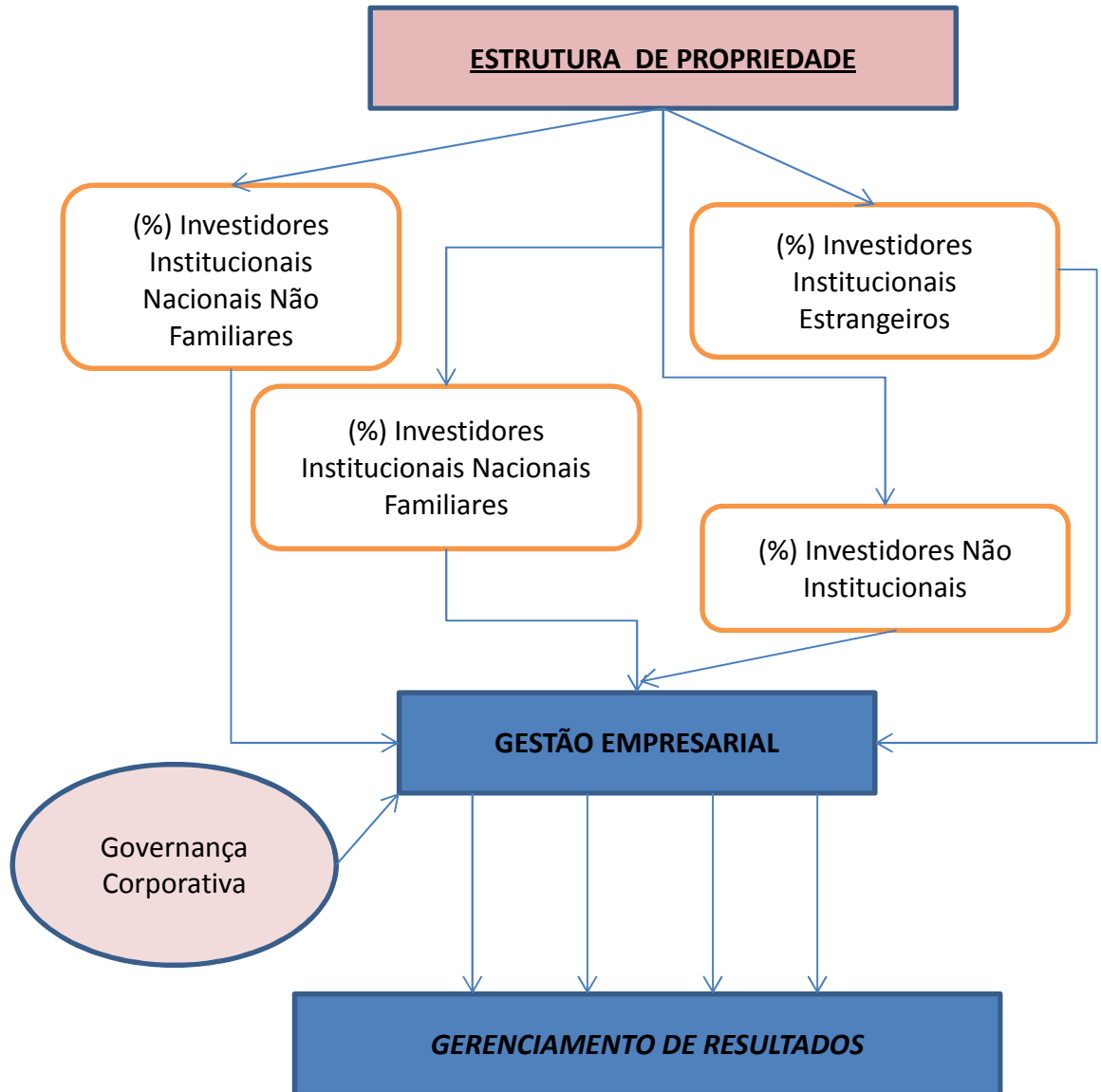
- A. Menor custo de comunicação e de coleta de informações, além da possibilidade de um maior leque de dados e de sua obtenção em um menor espaço de tempo;
- B. Maior facilidade de verificação e inspeção local da empresa para o conhecimento sobre suas operações, controles internos e gestão; e
- C. Instituições nacionais também são mais propensas a pertencer às redes sociais de gestores locais, o que pode ocasionar um acesso mais fácil ou menos custoso a informação capaz de lhes permitir exercer maior influência sobre políticas corporativas.

1.3.PROBLEMA DE PESQUISA

Diante das pesquisas e informações destacadas é proposto por este estudo o seguinte problema de pesquisa: **O nível de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras é impactado pela participação acionária de investidores institucionais?** Adicionalmente propõem-se a verificar: **O impacto causado por investidores institucionais nacionais e estrangeiros no índice de gerenciamento de resultados é significativamente diferente? A interação do nível de governança corporativa com a participação acionária destes diferentes investidores alteram os resultados obtidos?**

A figura abaixo demonstra as relações destacadas no problema de pesquisa:

Figura 1 – Estruturação da relação das variáveis de pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1.GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos institucionais baseados pelo mercado, que buscam induzir os gestores a tomarem as decisões que maximizem o valor da companhia para os acionistas (DENIS; McCONNELL, 2003).

A maximização do lucro por parte das firmas através de suas decisões estratégico-econômicas tem sido o foco de estudos da economia clássica. Tomando esta informação como base, investidores preocupam-se com a maximização do lucro das empresas informado em valores que são diretamente atrelados aos valores de mercado das ações. No entanto, a não administração das firmas por seus proprietários e sim por executivos profissionais é um problema que surge em função do crescimento e consequente separação entre controle e propriedade das modernas corporações. Estes executivos profissionais são contratados para dirigir as corporações conforme determinado por seus contratantes, os acionistas. Mas o que pode ocorrer, na prática, é que eles maximizem a sua própria utilidade em detrimento da utilidade dos acionistas. O estudo principal do conflito de interesses entre proprietários e gestores é denominado na teoria de agência como problema entre principal-agente (JENSEN; MECKLING,1976).

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) destacam também os incentivos existentes para expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores; dentre eles a facilidade de se manter no controle em países cuja proteção dos acionistas é baseada no direito civil, ou *civil law*. As melhores práticas de governança corporativa possuem ainda como seu objetivo mitigar este conflito de interesses entre acionistas.

No que concerne à visão de um sistema integrado de relações entre os *stakeholders*, os diversos agentes econômicos que interagem com uma organização empresarial, os autores Shleifer e Vishny (1997, p.737) sustentam, ainda, que a governança corporativa trata do conjunto de relações entre a direção da empresa, seus acionistas, conselheiros de administração e demais partes interessadas e estabelece os caminhos pelos quais os fornecedores de capital das corporações asseguram o retorno de seus capitais.

De acordo com Silveira (2002, p.18) governança corporativa pode ser definida como “[...] um conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade”. Os mecanismos internos destacados pelo autor dizem respeito à atuação do conselho de administração, a remuneração dos gestores e a propriedade de ações por parte dos executivos.

No que se refere aos mecanismos externos, Silveira (2002, p.18) cita a obrigatoriedade periódica de divulgar informações sobre a empresa, bem como a existência da denominada aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo. Mantendo esta linha

de pensamento ressalta-se a definição do assunto pela (OCDE, 2000) órgão multilateral que reúne os países mais desenvolvidos:

[...] é o conjunto de princípios e práticas que visam à otimização do desempenho de uma empresa por meio da minimização de conflitos de interesses e proteção de partes interessadas como, por exemplo, acionistas, provedores de recursos financeiros às empresas e aos gestores.

Segundo Terra e Lima (2006) a “[...] governança corporativa no âmbito societário consiste em um processo que visa garantir o correto relacionamento entre credores, acionistas minoritários, acionistas controladores e gestores de uma empresa, maximizando, dessa forma, o seu valor e o retorno aos acionistas”. Segundo estes mesmo autores “[...] o desafio da governança corporativa consiste em estabelecer mecanismos que alinhem, efetivamente, os interesses dos diversos atores envolvidos nas corporações, sejam eles acionistas, gestores, empregados, credores etc.”. A convergência desses interesses objetiva, em última análise, a maximização da riqueza dos acionistas.

O nível de desenvolvimento do sistema financeiro e legal dos países guarda relação direta com os diferentes modelos de Governança Corporativa que estes mesmos países adotam. Assim sendo, quanto maior for o desenvolvimento legal e financeiro do país, maiores e melhores serão os sistemas e práticas de governança adotadas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Segundo Terra e Lima (2006) os sistemas e práticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas são consequência do ambiente institucional em que elas estão inseridas.

No Brasil, as ações desenvolvidas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) têm tido papel de destaque, entidade sem fins lucrativos, fundada em 1995, e o primeiro órgão criado no Brasil, com foco específico em governança corporativa. Os objetivos do IBGC compreendem:

- A. Ser no Brasil um importante centro de debates sobre assuntos relativos à governança corporativa;
- B. Formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração, fiscal, consultivo e outros;
- C. Estimular a capacitação profissional de acionistas, sócios quotistas, diretores, administradores, auditores, membros de conselhos de administração, fiscal, consultivo

e outros, de forma que os mesmos aprimorem as práticas de governança corporativa de suas empresas;

- D. Treinar e orientar as atividades de conselhos de administração, fiscal, consultivo e outros de empresas e instituições que pretendam implantar sistemas de excelência em governança corporativa;
- E. Divulgar e debater ideias e conceitos de governança corporativa, acompanhando e participando, com independência, as decisões de organizações que tenham propósitos afins, em âmbito nacional e internacional;
- F. Promover pesquisas sobre a governança corporativa; e
- G. Contribuir para que as empresas adotem, como diretrizes fundamentais a sua prosperidade, a transparência, a prestação de contas (*accountability*), a equidade e a responsabilidade social corporativa.

Dentre suas iniciativas e esforços neste campo destacam-se a elaboração, revisão e a manutenção do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Estas práticas estão sustentadas em quatro parâmetros básicos, a saber:

- A. Equidade: faz referência à igualdade no tratamento dos acionistas, sejam minoritários ou majoritários, em relação à participação ativa em assembleias, a disponibilização de recursos para possibilitar o monitoramento da evolução de seus investimentos, das práticas de gestão dos executivos e do crescimento dos resultados das operações;
- B. Transparência (*disclosure*): Deve haver o exercício da comunicação como prática habitual da gestão. Divulgar de forma hábil, eficiente e tempestiva as informações que envolvem a firma de forma igual entre todos os acionistas;
- C. Responsabilidade social corporativa (*compliance*): Manter-se no cumprimento do conjunto de leis e normas do país bem como nos estatutos e diretrizes da instituição;
- D. Prestação de contas (*accountability*): Os agentes responsáveis pela administração devem prontamente prestar contas dos recursos a eles confiados.

A BOVESPA criou, há pouco mais de dez anos, segmentos especiais com requisitos de práticas de governança corporativa, além daqueles definidos na Lei das S.A. e nas normas

complementares, denominados de Bovespa Mais, Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa e Novo Mercado. A razão principal da criação desses segmentos de governança corporativa é a de destacar as empresas dispostas a adotarem voluntariamente as práticas diferenciadas, do nível de sua conveniência, presentes nos regulamentos do Bovespa Mais, Nível 1 e 2 e do Novo Mercado, manifestando sua adesão mediante contrato, tendo em contrapartida uma melhor percepção de suas boas práticas de governança corporativa pelos investidores e assim obter uma valorização de suas ações, proporcionando maior segurança aos acionistas, bem como reduzindo o custo de captação para novos investimentos. Os regulamentos dos níveis de governança corporativa da BOVESPA se detêm em questões referentes à transparência das informações, proteção de direitos de acionistas minoritários e, no segmento mais elevado - Novo Mercado, na solução de conflito por meio de arbitragem (BARROS *et al*, 2008).

Barth, Landsman, Lang e Williams (2006) evidenciam que as melhores práticas de governança corporativa estão associadas positiva e diretamente a maior qualidade da informação contábil. No entanto, estudos no Brasil que buscavam apresentar essa associação positiva não encontraram resultados significativos. Por exemplo, Antunes *et al* (2010) investigam o impacto da adoção dos níveis diferenciados de Governança Corporativa na qualidade da informação contábil brasileira nos anos de 1996-2006 e não encontram relação significativa entre as melhores práticas de governança e a qualidade da informação contábil.

São apresentados no quadro abaixo os mecanismos de governança que empresas se comprometem em implantar ao aderir voluntariamente aos níveis (Novo Mercado e Nível 2). As características dos níveis diferenciados enquanto geradoras de melhoria da qualidade da informação contábil são os fundamentos para utilização destes níveis diferenciados como *proxy* de Governança Corporativa.

Quadro 1 – Descrição das características e medidas necessárias para se aderir a um dos Níveis diferenciados de Governança Corporativa

MEDIDAS E CARACTERÍSTICAS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, <i>quórum</i> qualificado e "cláusulas pétreas".	Limitação de voto inferior a 5% do capital, <i>quorum</i> qualificado e "cláusulas pétreas".
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN; 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório

Fonte: Barros (2012) / Site da BM&FBOVESPA

2.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Conforme Nardi e Nakao (2009) a definição conceitual de gerenciamento de resultados evoluiu e se desenvolveu entre 1989 e 2003 à medida que pesquisadores nacionais e internacionais se dedicaram a esta temática com abordagem diferenciada. É possível verificar segundo estes autores que as definições de gerenciamento dadas pelos primeiros pesquisadores se assemelhavam e foram ganhando corpo a medida que novos pesquisadores com novas idéias e resultados foram sendo agregados ao conteúdo existente.

Nardi e Nakao (2009) destacam a evolução conceitual representada pela diferença entre os conceitos apresentados por Schipper (1989), que dizia que gerenciamento de resultados era uma ação de manipulação intencional no processo de geração das informações contábeis, com a intenção de obter algum benefício particular, e por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), que descreviam gerenciamento de resultados como “[...] as mudanças no desempenho econômico da firma informadas pelos geradores destas informações para ludibriar alguns agentes econômicos ou para influenciar decisões contratuais baseadas em resultados”.

Zang (2007) relata que os gestores utilizam-se de manipulações através de suas decisões operacionais e de *accruals* discricionários a fim de gerenciar resultados e que esse gerenciamento se dá principalmente no quarto trimestre fiscal visto a maior quantidade acumulada de informações do período permitindo ações mais concretas sobre o quê, como e quanto manipular.

Leuz *et al* (2002) propõem que os gestores na tentativa de proteger os seus benefícios privados de controle, usam o gerenciamento de resultados para esconder o desempenho da empresa. Assim, o gerenciamento de resultados diminuiria a proteção dos investidores, pois uma forte proteção limita a capacidade dos gestores para manter ou adquirir benefícios privados de controle, o que reduz os incentivos para mascarar o desempenho da empresa. Os resultados destes pesquisadores sugerem uma ligação entre a governança corporativa e a qualidade dos lucros reportados, em que a adoção de melhores práticas de governança corporativa podem reduzir o gerenciamento e melhorar a qualidade da informação contábil.

Coelho e Lopes, (2007) descrevem que “[...] as escolhas de ajustes contábeis são feitas para nivelar os lucros em relação aos fluxos de caixa ou para, discricionariamente, alterar as decisões econômicas dos grupos relacionados à empresa, em proveito dos gestores ou dos sócios majoritários”. Estes mesmo autores destacam que o gerenciamento de resultados não se destina exclusivamente ao aumento do lucro contábil, podendo ser utilizado também para redução deste lucro a fim de compensar prejuízos futuros, por exemplo. Assim a intenção dos gestores no gerenciamento de resultados seria o de suavizá-los evitando variações bruscas o que poderia ser entendido como risco pelo mercado.

Martinez (2001, p. 13), descreve que “[...] o gerenciamento de resultados não decorre exclusivamente da manipulação formal das contas de resultado”. Segundo o autor “[...] em certos casos, o gerenciamento pode proceder de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa”. Com base em Martinez (2001, p. 13), Biaguê e Costa (2007)

concluem que "[...] esta prática seria denominada de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais". Martinez (2008) relata ainda que a necessidade de manipular os resultados contábeis pode ser motivada por influência dos agentes e situações econômicas existentes fora da organização, gerando incentivos para que seus administradores busquem os resultados contábeis desejados.

2.2.1. TIPOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A assimetria informacional se faz presente naturalmente no ambiente da firma. Os diversos agentes econômicos, mas principalmente os acionistas e os administradores executivos disputam a informação que lhes trará maior benefício econômico tentando fazer com os outros agentes econômicos não tomem conhecimento de tais informações.

(WATTS; ZIMMERMAN, HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2009). Assim sendo, os gestores sempre buscarão maximizar sua utilidade pessoal de acordo com o incentivo econômico que tiverem, utilizando-se das formas de gerenciamento de resultados disponíveis (KERSTEIN e RAI, 2007; BURGSTAHLER e DICHEV, 1997; MARTINEZ, 2001; MARTINEZ, 2006). Os estudos de Martinez (2001) e Holanda, Rebouças e Coelho (2012) descrevem formas, ou técnicas, diferentes de gerenciamento de resultados segundo a motivação econômica dos gestores, conforme apresentado no quadro abaixo:

Quadro 2- Descrição das Motivações econômicas para o Gerenciamento de Resultados

Técnicas de Gerenciamento de Resultados	Motivação
<i>Target Earnings</i>	Gerenciamento de resultados contábeis para aumentar ou diminuir os lucros. Os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas metas de referência que podem ser acima ou abaixo do resultado do período.
<i>Income Smoothing</i>	Gerenciamento de resultados contábeis para reduzir a sua variabilidade. O propósito é manter os resultados em determinado patamar e evitar sua excessiva flutuação.
<i>Take a Bath ou Big Bath Accounting</i>	Gerenciamento de resultados contábeis para reduzir lucros correntes em prol de aumentos nos lucros futuros. As empresas gerenciam os seus resultados correntes piorando-os, tendo como propósito ter melhores resultados no futuro.

Fonte: Bispo e Lamounier (2011)

2.2.2. INCENTIVOS PARA GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Conforme descrevem Bispo e Lamounier (2011) "[...] o gerenciamento de resultados envolve ações dos gestores com o propósito de alterar as informações divulgadas sobre o desempenho da empresa". Estas ações dos gestores podem possuir motivações diversas do objetivo da demonstração contábil que é de informar ao usuário no âmbito interno ou externo.

Sendo assim, se o conjunto de demonstrações e outras informações divulgadas for distorcido, prejudicaria a correta representação da realidade patrimonial e financeira da entidade, com impacto direto na capacidade de alocação de recursos no mercado e na capacidade de tomada de decisão dos acionistas e proprietários.

Segundo Martinez (2001), mesmo havendo diversos incentivos distintos para o gerenciamento de resultados contábeis, é possível classificá-los em: (a) motivações vinculadas ao mercado de capitais; (b) motivações contratuais; (c) motivações regulamentares e custos políticos; e (d) motivações por plano de incentivo, como descrito abaixo:

Quadro 3- Descrição dos Incentivos ao Gerenciamento de Resultados

<p>A. Motivação vinculada ao mercado de capitais</p>	<p>Por razões oportunísticas, o gestor possui incentivos para gerenciar resultados com o objetivo de alterar a percepção dos investidores em relação ao risco de certos investimentos na empresa (MARTINEZ, 2001). Em 2002, em resposta aos escândalos contábeis envolvendo as companhias Enron e WorldCom, o governo americano promulgou a Lei Sarbanes-Oxley, que surgiu com o propósito de proteger os investidores e recuperar a credibilidade da informação contábil (MENDONÇA <i>et al.</i>, 2008);</p>
<p>B. Motivações Contratuais</p>	<p>As práticas de gerenciamento oportunísticas realizadas pelos gestores podem estar relacionadas com a comunicação dos resultados para alcançarem metas de bônus previstas contratualmente (HEALY, 1985; WATTS e ZIMMERMAN, 1986). Assim, os gestores tendem a manipular os resultados quando o seu retorno é baixo considerando que a sua remuneração e os bônus estão vinculados ao salário (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; MARTINEZ, 2001);</p>
<p>C. Motivações Regulamentares e Processo Político</p>	<p>Para Watts e Zimmerman (1978), os efeitos de regulamentação das empresas estão vinculados ao custo político relacionado às pressões sobre o organismo regulador e a própria empresa. Questões como responsabilidade social, pressão política do governo e das entidades reguladoras podem contribuir para a utilização de determinados métodos e procedimentos que provoquem redução de resultados, levando à conseqüente redução de custos políticos (WATTS; ZIMMERMAN, 1978). Por exemplo, as instituições financeiras podem ter incentivos para gerenciamento de resultados relacionado à supervisão regulatória (BURGSTAHLER; DICHEV, 1997).</p>

Fonte: Biaguê e Costa (2007)

Outra perspectiva é a de que a adoção dos padrões internacionais de contabilidade pelo Brasil a partir do ano de 2008 possa ter influencia significativa nos índices de gerenciamento de resultados. Conforme a pesquisa realizada por Maria Junior *et al* (2012) com a adoção das IFRS pelas empresas brasileiras houve uma alteração da estrutura patrimonial e com isso

mudanças no comportamento dos indicadores econômico-financeiros, muitos dos quais são utilizados pelos gestores como referências de resultados e metas a serem alcançadas.

Segundo Healy Wahlen (1998) a utilização de padrões e normas contábeis é importante à medida que esta utilização fizer com que as demonstrações financeiras retratem de forma mais eficaz a variação patrimonial e financeira da firma em tempo hábil a tomada de decisão e com credibilidade. Segundo os autores a relação da normatização com o gerenciamento de resultados está na possibilidade de os gerentes utilizarem seu conhecimento sobre o negócio e a flexibilidade da norma para selecionar métodos de gerar e relatar a informação contábil segundo estimativas que combinem o negócio da empresa com o cenário econômico presente.

2.3.INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Conforme Cia, Guarita e Cia (2002) investidores institucionais são um grupo de investidores que movimentam um grande volume capital por negócio realizado. Segundo os mesmos autores, os fundos de investimentos, de ações, de pensão, fundos mútuos, de empregados, alguns tipos de companhias de seguro e instituições financeiras ligadas a bancos de investimento podem ser classificados como investidores institucionais. Acrescenta-se a estas as empresas constituídas com o objetivo social de investir em outras empresas. Como por exemplo, as empresas com denominação de participação e administração, as *holdings*, dentre outras. De acordo com Monks e Minow (1995), impulsionados pela tentativa de minimizar os conflitos de agência entre os acionistas e executivos, os investidores institucionais têm apresentado uma postura ativa com relação ao gerenciamento das companhias de capital aberto em que são acionistas.

Os investidores institucionais adotam práticas de governança corporativa de forma mais abrangente que os investidores individuais. Em princípio seu maior acesso a informações da empresa, juntamente com seu poder de voto concentrado, deve permitir-lhes mais ativamente monitorar o desempenho da empresa e de fazer mudanças na composição do conselho, quando o desempenho torna-se inferior ao projetado. Empresas com grandes blocos de ações detidas por investidores institucionais, assim, podem obter maior influência e controle sobre a administração. Como resultado, a propriedade concentrada nas mãos de investidores institucionais pode levar a uma redução dos custos de agência (BAINBRIDGE, 2005).

Ferri e Soares (2009) destacam a importância dos investidores institucionais na alavancagem do mercado de capitais e como estes investidores - neste estudo os fundos de pensão, impactam no crescimento das companhias de acordo com suas decisões de investimento em longo ou curto prazo. De Jesus (2004) apresenta estudo evidenciando o crescimento da participação dos fundos de pensão na economia nacional bem como a importância destes no processo de privatização de empresas vivido há duas décadas no Brasil.

O papel do investidor, de forma geral, é utilizar seu poder e influência para limitar a má utilização de seus recursos pelos gestores (GILLAN; STARKS, 2003, 2007). A teoria da agência nos mostra que o ativismo dos acionistas é conduzido por objetivos de longo prazo. Conforme Lantz, Montandrou e Sahut (2010) o ativismo pode ser definido como o envolvimento de investidores institucionais para influenciar a gestão das empresas em sua carteira de investimento, após um conflito entre os acionistas e a administração da empresa. Assim, o quadro teórico de ativismo está diretamente ligado à teoria da governança corporativa e teoria da agência.

No entanto, questões financeiras passam a gerar barreiras quando os benefícios esperados excedem os custos estimados deste ativismo. Surgem então os investidores institucionais como acionistas municiados de influência e de um conjunto maior de objetivos nas instituições investidas capazes de fazê-los romper as barreiras financeiras impostas ao ativismo. O aumento da participação de investidores institucionais desencadeou uma série de expectativas de melhoria nas assembleias de acionistas e na adoção de melhores práticas de governança corporativa em função até mesmo da exigência de fundos de pensão para participação na estrutura de propriedade com grandes volumes de investimentos. Todavia, é importante destacar que a influência dos grandes investidores institucionais também pode ser utilizada para contornar propostas de assembleias que não são de seus interesses além de se envolverem em negociações privadas com a gestão da empresa (BIRKMOSE; STRAND, 2012).

O estudo da relação dos investidores institucionais com a governança corporativa tem sido relevante entre os pesquisadores brasileiros. Dentre eles destacam-se Oliveira, Leal e Almeida (2012) que apresentam em sua pesquisa uma relação negativa os fundos de pensão destacados e as melhores práticas de governança corporativa. Estes autores relatam que os maiores fundos de pensão analisados possuem relação com o governo e por isso é possível que suas ações sejam influenciadas por questões políticas e econômicas. Oliveira, Leal e Almeida (2012) revelam que *“The largest Brazilian pension funds are a frequent signatory of*

*such agreements and their size grants them the potential role of monitoring controlling shareholders, even when they are not part of an agreement”*¹, ou seja, por participarem de blocos de controle via acordo de acionistas é possível que estes fundos de pensão sejam menos comprometidos com as melhores práticas de Governança Corporativa.

No entanto, Aggarwal *et al.* (2011) relatam que muitas empresas têm sido levadas, principalmente pelo acesso ao mercado de capitais, a adotarem melhores práticas de governança corporativa com a finalidade de obter capital estrangeiro a um custo mais baixo. Todavia estes mesmos pesquisadores revelam a existência de evidências de que os acionistas locais possuem incentivos para perseguir seus próprios interesses em detrimento dos investidores externos. Ou seja, diverso ao resultado esperado pela pesquisa, a presença de investidores institucionais mesmo em empresas que adotem melhores práticas de governança corporativa pode ter relação direta e positiva com o nível de gerenciamento de resultados; destacando que a presença dos investidores institucionais nacionais não familiares pode ser fator significativo ao aumento do gerenciamento de resultados.

2.4. ESTUDOS ANTERIORES

Temas como governança corporativa e gerenciamento de resultados têm sido recorrentes no Brasil. No entanto, pesquisas sobre investidores institucionais ainda podem ser consideradas exploratórias. Foram levantados alguns estudos relevantes sobre estes temas no Brasil em que se destacam os diferentes resultados obtidos.

Martinez (2006) verifica como o conselho de administração evita o gerenciamento de resultados. Segundo sua pesquisa as melhores práticas de governança corporativa são fundamentais para a formação de um conselho de administração com características de independência e profissionalismo capazes de melhorar o monitoramento e controle da gestão das empresas. Os resultados de sua pesquisa apontam a não rejeição da hipótese de que empresas que possuem conselhos de administração com maior aderência as melhores práticas de governança corporativa são menos propensos ao gerenciamento de resultados.

Cardoso *et al.* (2006) investigaram a relação entre *accruals* discricionários, como *proxies* de Gerenciamento de Resultados, liquidez e Governança Corporativa. O objetivo da pesquisa foi o de verificar se a intensidade dos *accruals* discricionários é diferente para 66

¹ “Os maiores fundos de pensão brasileiros são signatários frequentes desses acordos e sua grande participação acionária concede-lhes o papel potencial de monitorar acionistas controladores, mesmo quando eles não são parte de um acordo” (tradução nossa).

empresas cujo nível de Governança Corporativa é certificado pela BOVESPA. O problema de pesquisa foi verificar se práticas de Governança Corporativa poderiam inibir práticas de Gerenciamento de Resultados. Os resultados revelaram que não há diferença estatisticamente significativa da intensidade de *accruals* discricionários entre empresas listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa e aquelas que não são.

Ramos e Martinez (2006) discutiram a relação entre a prática de Gerenciamento de Resultados e Conselho de Administração, conselho fiscal e auditoria. O estudo verificou que empresas sem classificação de Governança Corporativa convivem com *accruals* discricionários em termos absolutos mais altos que os demais níveis.

Silveira (2004) evidencia que no Brasil a estrutura de propriedade das empresas é concentrada. Neste contexto, Torres *et al.* (2009) analisaram a relação entre o alisamento de lucros e estrutura de propriedade e controle de empresas brasileiras. Os pesquisadores verificaram a existência de associação positiva significativa entre a prática de alisamento de lucros e a concentração de propriedade e controle, mas, no entanto descrevem que a adoção de melhores práticas de Governança corporativa minimiza esse alisamento de resultados.

Holanda, Rebouças, e Coelho (2012) investigam associação entre presença de investidores institucionais e gerenciamento de resultados nas firmas listadas na BOVESPA. Os resultados indicaram rejeição da hipótese; revelando que os investidores institucionais no Brasil não parecem ser informacionalmente eficientes a ponto de segregar em suas decisões companhias que praticam gerenciamento de resultados.

3. METODOLOGIA

3.1.AMOSTRA

Esta pesquisa busca identificar e descrever a relação entre a propriedade institucional nacional e estrangeira dos investidores nas empresas brasileiras e o nível de gerenciamento de resultado das mesmas e como a adoção das melhores práticas de governança corporativa interfere nesta relação. Os dados coletados referentes à composição acionária e níveis diferenciados de governança corporativa das empresas foram extraídos da base de dados Economática® e dos formulários de referência dispostos nos sites da CVM e da BOVESPA, referentes ao período de 2008 a 2012. Este período além de constar informações mais recentes sobre as empresas foi o que apresentou maior volume de informações disponíveis para a amostra, considerando a necessidade dose dados para as variáveis que deverão ser calculadas

na pesquisa. Após refinar o universo de empresas, - empresas abertas, ativas, listadas no índice BOVESPA, a amostra para a pesquisa totalizou um conjunto de 365 empresas. Vale destacar que esta amostra possuía os dados mínimos necessários para o cálculo dos modelos a serem propostos.

3.2.DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Para o desenvolvimento das hipóteses levou-se em consideração a necessidade do desmembramento dos investidores institucionais em nacionais, estrangeiros, familiares e não familiares, como apresentado no referencial teórico, com o propósito de alcançar os objetivos estabelecidos para a pesquisa. Desta forma, foram levantadas as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: O nível de participação acionária dos investidores institucionais gera impacto negativo no índice de gerenciamento de resultados das empresas.

Hipótese 2: O nível de participação acionária de Investidores institucionais nacionais gera maior impacto no índice de gerenciamento de resultados do que o nível de participação acionária de Investidores institucionais estrangeiros.

Hipótese 3: O nível de participação acionária dos Investidores institucionais nacionais não familiares gera maior impacto no índice de gerenciamento de resultados das empresas do que o nível de participação acionária de Investidores institucionais nacionais familiares.

Hipótese 4: O nível de participação acionária dos fundos de pensão e do BNDESPar gera maior impacto no índice de gerenciamento de resultados das empresas do que o nível de participação acionária dos outros Investidores institucionais.

Hipótese 5: O nível de participação acionária dos fundos de pensão destacados na pesquisa e do BNDESPar associado as melhores práticas de Governança Corporativa geram maior impacto no índice de gerenciamento de resultados do que a participação de quaisquer outros investidores em empresas que não adotem tais práticas de Governança Corporativa.

Destaca-se que para verificação desta última hipótese serão analisados separadamente, conforme utilizado na pesquisa de Oliveira, Leal e Almeida (2012), a participação acionária dos três maiores fundos de pensão do Brasil, a saber: Previ, Petros, Funcef; e do BNDESPar. Os autores destacam que esses três fundos de pensão também são agentes indiretos do

governo brasileiro porque os beneficiários são os funcionários do Banco do Brasil, da Petrobras e da Caixa Econômica Federal, todos controlados pelo governo federal brasileiro.

Crisóstomo e González (2006) relatam que estes fundos de pensão começaram a desempenhar um papel mais importante como acionistas durante o processo de privatização brasileiro iniciado nos anos de 1990. Crisóstomo e González (2006) destacam que sua presença nos consórcios de aquisição fez várias destas privatizações possíveis e que os acordos que concretizaram nessas aquisições levaram a um maior número de assentos no conselho e um papel mais relevante na governança corporativa. Esta mesma base teórica justifica a análise em separado dos investimentos realizados pela BNDESPar, subsidiária integral do BNDES, que é uma instituição estatal. Classificado como investidor institucional nacional não familiar o BNDESPar foi constituído com o objetivo social de realizar investimentos no setor privado brasileiro atendendo sempre as normas e políticas do BNDES.

Desta forma a hipótese 4 busca avaliar cada um dos investidores destacados na pesquisa isoladamente quanto ao impacto que podem ou não causar no índice de gerenciamento de resultados. Já a hipótese 5 levará em conta para efeito de análise do impacto no índice de gerenciamento de resultados a participação somada dos fundos de pensão destacados e do BNDESPar bem como a interação das variáveis *Dummys* de governança corporativa com cada um dos investidores institucionais e não institucionais.

3.3.DADOS EM PAINEL

Ao estudar o comportamento de um conjunto de dados de diferentes empresas ao longo de determinado período, deve-se considerar as diferenças entre as mesmas e as especificidades de cada período que compõem a amostra. A estimação de um modelo utilizando a estrutura de dados em painel possibilita o desenvolvimento da análise levando em consideração tanto as características individuais ao longo do tempo quanto os fatores atribuídos a determinados períodos e que afetam igualmente as empresas naquele momento (GUJARATI; PORTER, 2011). Segundo Marques (2000), uma das vantagens da estimação por dados em painel é revelação da heterogeneidade dos indivíduos amostrais. Outras vantagens listadas pelo autor são: maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação. Econometricamente, a configuração pode ser tal como descrito a seguir:

$$Y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it}$$

Equação 1

Em função da falta de alguns dados das empresas da amostra o modelo de pesquisa adotado deverá caracterizar-se como dados em painel desbalanceado. Segundo Brooks (2008, p.490), um painel balanceado é aquele que possui o mesmo número de observações para cada unidade de corte transversal enquanto um painel desbalanceado teria algum elemento de corte transversal com menos observações ou, para outros, haveria observações em diferentes momentos.

No entanto, como descreve Gujarati (2006, p.523), uma das grandes dificuldades encontradas pelos pesquisadores é decidir qual dos modelos para análise de dados em painel é mais adequado a sua pesquisa: Efeitos fixos, efeitos aleatórios ou *pooled*. Segundo o autor, a resposta a essa pergunta depende da pressuposição que se faz sobre a provável correlação entre o componente de erro individual ou específico ao corte transversal, ε_i , e os regressores X. Se o pressuposto é de que ε_i e os X não estão correlacionados, o modelo de efeitos aleatórios pode ser adequado, mas se espera que estejam correlacionados, então o modelo de efeitos fixos pode ser o indicado. A premissa subjacente ao modelo de componente dos erros é que os ε_i são extrações aleatórias de uma população muito maior, embora nem sempre isto seja possível. Já o modelo *pooled* possui uma especificação mais simples assumindo que o comportamento é uniforme para todos os indivíduos ao longo do tempo e que todas as observações são homogêneas. Para determinar o modelo a ser utilizado, fixo, aleatório ou *pooled* foram aplicados os teste de Hausman e LM de Breusch-Pagan sobre os dados da pesquisa, conforme apresentado na seção de análise de resultados.

3.4.VARIÁVEIS DE PESQUISA E DEFINIÇÃO DOS MODELOS EMPREGADOS

Variável Dependente - Proxy de Gerenciamento de Resultados

A variável dependente, ou variável a ser explicada pelo modelo, será o índice de gerenciamento de resultados. Lopes *et al* (2007) utilizaram em sua pesquisa cinco métricas diferentes para esta variável; quatro delas baseadas no estudo de Leuz *et al.* (2003) e uma utilizada no trabalho de Pincus e Rajgopal (2002 *apud* LOPES *et al.*, 2007), visando captar

várias dimensões do gerenciamento de resultados. Nesta pesquisa serão adotadas três destas medidas a fim de dar mais robustez as análises e considerações.

(GR1)

O cálculo da primeira métrica (GR1) é efetuado observando a Equação 1. Esta medida captura a intensidade de possíveis decisões visando à redução da dispersão dos lucros reportados; tal diminuição se daria via utilização discricionária de *accruals*. Foram mantidas as siglas originais, porém com a identificação do nome utilizado usualmente no Brasil. É estimada da seguinte forma:

$$GR1 = (LO / FCO)$$

Equação 2

em que:

LO - Lucro Operacional do período do período t; e FCO - Fluxo de Caixa das Operações do período t.

O Fluxo de Caixa Operacional utilizado na pesquisa foi estimado pela diferença entre o lucro operacional e os *accruals* totais, de acordo com a equação 2, considerando que no período as empresas não publicavam, obrigatoriamente, a Demonstração de Fluxo de Caixa:

$$\frac{FCO}{A_{t-1}} = \frac{LO - ACT}{A_{t-1}}$$

Equação 3

em que:

A_{t-1} - Ativo Total no período anterior; FCO - Fluxo de Caixa Operacional no período corrente; LO - Lucro Operacional no período corrente; e ACT - *Accruals* Totais no período corrente.

Os *Accruals* Totais, por sua vez, são estimados conforme a relação destacada abaixo:

$$ACT_t = ((\Delta CA_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - Depr_t) / A_{t-1}$$

Equação 4

em que:

ACT_t = *accruals* (operacionais) totais da empresa no período t; ΔAC_t = variação do ativo circulante da empresa no final do período t-1 para o final do período t; ΔPC_t = variação do passivo circulante da

empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ; $\Delta Disp_t$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ; ΔDiv_t = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ; $Depr_t$ = montante das despesas com depreciação da empresa durante o período t ; A_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-1$.

(GR2)

Esta segunda medida utiliza o valor total dos *accruals* como *proxy* para indicar o grau de discricionariedade de gestores na divulgação dos lucros. É estimada da seguinte forma:

$$GR2 = \frac{|ACT|}{|FCO|}$$

Equação 5

em que,

|ACT| - valor absoluto dos *Accruals* Totais; e |FCO| - valor absoluto dos Fluxos de Caixa Operacionais.

(GR3)

E uma terceira medida de gerenciamento de resultados será utilizada na continuidade da pesquisa e neste projeto para apresentar uma prévia dos resultados esperados. Para estimar os *accruals* discricionários das empresas em determinado período, será utilizada a versão modificada do modelo de Jones visto que este mesmo modelo fornece resultados mais consistentes para se detectar a prática de gerenciamento de resultados. No modelo de Jones Modificado (Dechow *et al*, 1995), os *accruals* discricionários são os resíduos da regressão. Como os *accruals* discricionários são uma *proxy* para o gerenciamento de resultados, o nível destes variará de acordo com o quão distante de zero estiverem os resíduos. Assim como no modelo original de Jones, os *accruals* totais são calculados seguindo as especificações abaixo:

$$ACT_t = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta Cash_t - \Delta STD_t - DEP_t) / AT_{t-1}$$

Equação 6

em que:

ACT_t = *Accruals* Totais em t; ΔCA_t = Variação no Ativo Circulante em t; ΔCL_t = Variação no Passivo Circulante em t; $\Delta Cash_t$ = Variação em caixa e equivalentes em t; ΔSTD_t = Variação em financiamentos de curto prazo no Passivo Circulante em t; DEP_t = Depreciação e Amortização no período t; AT_{t-1} = Ativo Total no período anterior a t = (t - 1).

De posse dos *accruals* totais, parte-se para a regressão dos *accruals* não discricionários seguindo o modelo proposto por Dechow *et al* (1995):

$$ACT_t = \alpha_1(1/AT_{t-1}) + \alpha_2((\Delta REV_t - \Delta REC_t) / AT_{t-1}) + \alpha_3(PPE/AT_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Equação 7

em que:

AT_{t-1} = Ativo Total no período anterior a t = (t - 1); ΔREV_t = Variação da receita líquida no período t; ΔREC_t = Variação das Contas a receber no período t; PPE_t = Ativo Permanente no período t; ε_t = resíduos da regressão; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = Coeficientes estimados por regressão.

Logo,

$$GR3 = \varepsilon_t$$

Equação 8

Variáveis Independentes - Operacionais e de Controle

Para montar os modelos econométricos desta pesquisa foram utilizados como base as classificações de investidores de Baik, Kang e Kim, (2010) e Oliveira, Leal e Almeida (2012), incluindo outras variáveis necessárias a este estudo e disponíveis no banco de dados.

Foram extraídos do banco de dados do *software* Economática® os cinco maiores acionistas de todas as empresas da amostra. A definição de utilização dos cinco maiores acionistas foi em função da disponibilidade de dados visto que apenas uma pequena parte da amostra possuía informações a partir do quinto maior acionista.

Conforme o referencial teórico e para alcançar os objetivos da pesquisa foram tomadas as seguintes medidas:

- Separar os investidores em nacionais e estrangeiros. Essa segregação foi realizada com base nas informações disponibilizadas no site da CVM;

- Classificar os investidores nacionais e estrangeiros em institucionais e não institucionais, conforme base teórica;
- Classificar os investidores institucionais nacionais em familiares e não familiares;
- E por fim, separar dos investidores institucionais nacionais não familiares os fundos Previ, Petros e Funcef e o BNDESPar criando para cada um deles uma variável.

A segregação dos investidores em familiares e não familiares faz-se necessária, pois segundo Buiatti, Gonçalves, Shinyashiki (2008) existe em empresas familiares, aquelas em que uma família participa da composição acionária e possui influência sobre sua administração, o comprometimento com o que é da família, ao contrário de outros investidores institucionais que buscam os interesses de seus participantes indistintamente.

Os fundos de pensão foram destacados, pois conforme Fontes Filho (2006) a entrada destes investidores no mercado de capitais modificou a estrutura de propriedade das empresas brasileiras em função do volume de investimento realizado e da característica deste investimento que possui expectativa de retorno em longo prazo e conseqüentemente exige destes investidores um maior ativismo.

Todos os investidores não classificados como institucionais foram classificados como investidores não institucionais independentemente de serem nacionais ou estrangeiros.

O índice de governança corporativa, quanto à adoção de melhores práticas, como referenciado nesta pesquisa e da forma em que está apresentado no site da BOVESPA, foi classificada conforme descrito no quadro 1.

Da forma apresentada no quadro 1 a adoção dos níveis diferenciados, Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa, serão evidenciados nas empresas da amostra. As *Dummies* 1 e 2 assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que adotam um dos segmentos e 0 (zero) para as que não adotam. Como a diferença entre as práticas das outras categorias de segmentos da BOVESPA não é significativa basta que as *Dummies* 1 e 2 assumam valor igual a 0 (zero) para que estes outros segmentos sejam evidenciados.

Como caracterizado na análise de dos dados em painel o ano referente aos dados analisados pode apresentar-se relevante na pesquisa. Por isso serão utilizadas variáveis *Dummies* para os anos de 2009 a 2012, e caso as variáveis para este período assumam valores

iguais a 0 (zero) poderá estar caracterizado o impacto do ano de 2008. Dentre outros fatores esta verificação é em função de eventos como a as crises econômicas de 2009 e a convergência das normas contábeis brasileiras às normas internacionais, sabendo que outros eventos poderiam casar impacto sobre os dados da pesquisa e esta é uma de suas limitações. As variáveis *Dummys* referentes ao ano em que foram extraídas as observações estão descritas no quadro 1.

Lakatos e Marconi (1995, p.181) definem variável de controle como “[...] aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositalmente em uma pesquisa com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre a variável dependente e as independentes”. Foram selecionadas três variáveis de controle considerando sua influência sobre o Gerenciamento de Resultados: alavancagem, tamanho e desempenho. Apresentam-se abaixo as variáveis de controle utilizadas, justificativa para utilização e descrição da relação esperada (positiva ou negativa) com o índice de gerenciamento de resultados (BARROS, 2012).

Alavancagem: Espera-se que o nível dos *accruals* discricionários e alavancagem estejam positivamente associados, pois empresas que possuem maior exigível estão mais propensas a escolher métodos contábeis que aumentem o lucro (LOPES, 2004; WATTS e ZIMMERMAN, 1990). Ademais, empresas com mais dívidas podem ser vistas como mais arriscadas (NARDI e NAKAO, 2009). Diante disto, a relação esperada está associada à hipótese de que gestores estariam interessados em comunicar resultados que demonstrem a credores desempenhos que justifiquem a continuidade de financiamentos.

Tamanho: A relação esperada entre Gerenciamento de Resultados e o porte da empresa é negativa. Empresas maiores podem se beneficiar da economia de escala e tendem a ser mais diversificadas (GU, LEE e ROSSET, 2005). “[...] Diante destas características, pode-se esperar uma relação inversa os *accruals* discricionários e porte da empresa” (BARROS, 2012).

Desempenho: Segundo Nardi e Nakao (2009), os *accruals* podem refletir a tentativa da administração em divulgar resultados que reflitam o desempenho de modo conveniente aos interesses da companhia. Assim, espera-se uma relação positiva entre os *accruals* discricionários e desempenho.

Com base nos referenciais apresentados e variáveis levantadas segue abaixo a relação de todas as variáveis utilizadas nesta pesquisa:

Quadro 4 – Descrição geral das variáveis de pesquisa

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	REPRESENTAÇÃO
GR	Gerenciamento de Resultado	Índice de gerenciamento de resultados calculado.
Inv ₁	Fundo Previ	% de Ações de Propriedade do Fundo Previ.
Inv ₂	Fundo Petros	% de Ações de Propriedade do Fundo Petros.
Inv ₃	Fundo Funcef	% de Ações de Propriedade do Funcef.
Inv ₄	BNDESPar	% de Ações de Propriedade do BNDESPar.
Inv ₅	Outros Investidores Institucionais Nacionais não familiares	% Total de Ações de Propriedade de outros Investidores Institucionais não Familiares.
Inv ₆	Investidores Institucionais Familiares	% de Ações de Propriedade dos Investidores Institucionais Familiares.
Inv ₇	Investidores Institucionais Estrangeiros	% de Ações de Propriedade dos Investidores Institucionais Estrangeiros.
Inv ₈	Outros Investidores não classificados como institucionais	% de Ações de todos os outros investidores não classificados como institucionais.
<i>Dummy1</i>	Governança Corporativa – Novo Mercado	Adoção do Nível diferenciado de Governança Corporativa – Novo Mercado (1-Sim / 0-Não)
<i>Dummy2</i>	Governança Corporativa – Nível 2	Adoção do Nível diferenciado de Governança Corporativa – Nível 2 (1-Sim / 0-Não)
<i>Dummy3</i>	Ano - 2009	Observações analisadas são referentes ao ano de 2009. (1-Sim / 0-Não)
<i>Dummy4</i>	Ano - 2010	Observações analisadas são referentes ao ano de 2010. (1-Sim / 0-Não)
<i>Dummy5</i>	Ano - 2011	Observações analisadas são referentes ao ano de 2011. (1-Sim / 0-Não)
<i>Dummy6</i>	Ano - 2012	Observações analisadas são referentes ao ano de 2012. (1-Sim / 0-Não)
Tamanho	Tamanho da Empresa – Ativo Total	Logaritmo Natural do Ativo Total da empresa.
Desempenho	Desempenho da empresa	Retorno sobre o Ativo Total
Alavancagem	Alavancagem	Relação da dívida com terceiros com o Ativo Total.

Fonte: elaborado pelo autor.

Modelos Econométricos

Definidas todas as variáveis e tomando como referência os modelos utilizados por Baik, Kang e Kim, (2010), Chhaochharia, Kumar, e Niessen-Ruenzi (2012) e Chen (2012) propõe-se os seguintes modelos econométricos para análise desta pesquisa de acordo com cada hipótese:

Hipótese 1

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Inv_INST_{it} + \beta_2 \cdot Inv_8_{it} + \beta_3 \cdot Dummy1_{it} + \beta_4 \cdot Dummy2_{it} + \beta_5 \cdot Dummy3_{it} + \beta_6 \cdot Dummy4_{it} + \beta_7 \cdot Dummy5_{it} + \beta_8 \cdot Dummy6_{it} + \beta_9 \cdot Alavancagem_{it} + \beta_{10} \cdot Tamanho_{it} + \beta_{11} \cdot Desempenho_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 9

Sabendo que:

Inv_INST (investidores institucionais) = $Inv1 + Inv2 + Inv3 + Inv4 + Inv5 + Inv6 + Inv7$

Hipótese 2

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Inv_INac_{it} + \beta_2 \cdot Inv7_{it} + \beta_3 \cdot Inv8_{it} + \beta_4 \cdot Dummy1_{it} + \beta_5 \cdot Dummy2_{it} \\ + \beta_6 \cdot Dummy3_{it} + \beta_7 \cdot Dummy4_{it} + \beta_8 \cdot Dummy5_{it} + \beta_9 \cdot Dummy6_{it} \\ + \beta_{10} \cdot Alavancagem_{it} + \beta_{11} \cdot Tamanho_{it} + \beta_{12} \cdot Desempenho_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 10

Sabendo que:

Inv_INac (investidores institucionais nacionais) = $Inv1 + Inv2 + Inv3 + Inv4 + Inv5 + Inv6$

Hipótese 3

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Inv_INãFam_{it} + \beta_2 \cdot Inv6_{it} + \beta_3 \cdot Inv7_{it} + \beta_4 \cdot Inv8_{it} + \beta_5 \cdot Dummy1_{it} \\ + \beta_6 \cdot Dummy2_{it} + \beta_7 \cdot Dummy3_{it} + \beta_8 \cdot Dummy4_{it} + \beta_9 \cdot Dummy5_{it} \\ + \beta_{10} \cdot Dummy6_{it} + \beta_{11} \cdot Alavancagem_{it} + \beta_{12} \cdot Tamanho_{it} + \beta_{13} \cdot Desempenho_{it} \\ + \varepsilon_{it}$$

Equação 11

Sabendo que:

$Inv_INãFam$ (investidores institucionais não familiares) = $Inv1 + Inv2 + Inv3 + Inv4 + Inv5$

Hipótese 4

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Inv1_{it} + \beta_2 \cdot Inv2_{it} + \beta_3 \cdot Inv3_{it} + \beta_4 \cdot Inv4_{it} + \beta_5 \cdot Inv5_{it} + \beta_6 \cdot Inv6_{it} \\ + \beta_7 \cdot Inv7_{it} + \beta_8 \cdot Inv8_{it} + \beta_9 \cdot Dummy1_{it} + \beta_{10} \cdot Dummy2_{it} + \beta_{11} \cdot Dummy3_{it} \\ + \beta_{12} \cdot Dummy4_{it} + \beta_{13} \cdot Dummy5_{it} + \beta_{14} \cdot Dummy6_{it} + \beta_{15} \cdot Alavancagem_{it} \\ + \beta_{16} \cdot Tamanho_{it} + \beta_{17} \cdot Desempenho_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 12

Destaca-se que nesta equação a participação acionária de cada um dos investidores destacados na pesquisa é analisada separadamente. A relação dos investidores da equação está descrita no quadro 4.

Hipótese 5

$$\begin{aligned} GR_{it} = & \beta_0 + \beta_1.Funds_BNDESPar_{it} + \beta_2.Funds_BNDESPar_Dummy1_{it} \\ & + \beta_3.Funds_BNDESPar_Dummy2_{it} + \beta_4.Inv5_{it} + \beta_5.Inv5_Dummy1_{it} \\ & + \beta_6.Inv5_Dummy2_{it} + \beta_7.Inv6_{it} + \beta_8.Inv6_Dummy1_{it} + \beta_9.Inv6_Dummy2_{it} \\ & + \beta_{10}.Inv7_{it} + \beta_{11}.Inv7_Dummy1_{it} + \beta_{12}.Inv7_Dummy2_{it} + \beta_{13}.Inv8_{it} \\ & + \beta_{14}.Inv8_Dummy1_{it} + \beta_{15}.Inv8_Dummy2_{it} + \beta_{16}.Dummy3_{it} \\ & + \beta_{17}.Dummy4_{it} + \beta_{18}.Dummy5_{it} + \beta_{19}.Dummy6_{it} + \beta_{20}.Alavancagem_{it} \\ & + \beta_{21}.Tamanho_{it} + \beta_{22}.Desempenho_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Equação 13

Sabendo que:

Funds_BNDESPar = soma da participação acionária dos fundos Previ, Petros e Funcef e do BNDESPar; Funds_BNDESPar_Dummy1= interação do Funds_BNDESPar com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; Funds_BNDESPar_Dummy2= interação do Funds_BNDESPar com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; Inv5 = participação acionária dos Outros investidores Institucionais nacionais não familiares; Inv5_Dummy1= interação do Inv5 com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; Inv5_Dummy2= interação do Inv5 com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; Inv6 = participação acionária dos investidores Institucionais nacionais familiares; Inv6_Dummy1= interação do Inv6 com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; Inv6_Dummy2= interação do Inv6 com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; Inv7 = participação acionária dos investidores Institucionais estrangeiros; Inv7_Dummy1= interação do Inv7 com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; Inv7_Dummy2= interação do Inv7 com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; Inv8 = participação acionária dos investidores classificados como não Institucionais; Inv8_Dummy1= interação do Inv8 com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; Inv8_Dummy2= interação do Inv8 com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2;

3.5.LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A principal limitação deste estudo foi à disponibilidade dos dados das empresas. Após a coleta dos dados no *software* Economática®, durante a formatação dos dados para utilização

de *software* específico para análise estatística, verificou-se que muitas empresas não possuíam os dados suficientes para gerar todas as variáveis de pesquisa. Algumas empresas não possuíam dados para calcular nenhuma das variáveis dependentes dos modelos propostos. Assim sendo, só puderam ser analisados os dados das empresas, por ano, que possuíam informação para gerar ao menos uma variável dependente.

Outra limitação da pesquisa refere-se a fatos socioeconômicos do período de análise dos dados. Mesmo inserindo variáveis *Dummys* para cada ano do período analisado a fim de tentar captar o impacto ou não no gerenciamento de resultados, as razões do impacto não poderiam ser facilmente definidas. As diversas crises econômicas ocorridas em vários países do mundo, o período de adoção das normas internacionais de contabilidade pelo Brasil e as particularidades de cada setor econômico são algumas dos fatos ocorridos neste período capazes de afetar as variáveis da pesquisa.

Os dados levantados sobre percentual de participação em ações são dos cinco maiores acionistas de cada empresa da amostra por limitação de captação do *software* Economática® e a classificação destes investidores, apesar do referencial teórico suporte, passa pelo grau de conhecimento e percepção do pesquisador.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Este capítulo destina-se à análise e descrição dos resultados encontrados na investigação do impacto da participação de Investidores institucionais no gerenciamento de resultados e a influência da governança corporativa neste contexto.

As tabelas de 1 a 7 apresentam a estatística descritiva dos dados dos investidores analisados na pesquisa. Não foi possível realizar a análise descritiva do fundo Funcef em função da pequena quantidade de dados deste investidor. Na tabela 15 encontram-se informações sobre o fundo Funcef.

Observa-se com estatística F (ANOVA) que o percentual médio de investimento não variou entre os anos do período analisado para nenhum dos investidores descritos. Desta forma seria possível inferir inicialmente, por comparação dos resultados obtidos na estatística descritiva, que qualquer variação nos índices de gerenciamento de resultados não fora causada por variação da participação proprietária de seus acionistas principais.

Percebe-se ainda nestes dados iniciais a existência da concentração de propriedade pelos investidores no Brasil. Com exceção dos Fundos Petros e Funcef e do BNDSPar todas

as outras categorias de investidores possuíram em dado momento do período analisado até 100% das ações de alguma de suas empresas investidas.

Tabela 1- Estatística descritiva da participação acionária do Fundo Previ

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do percentual (%) de ações que o Fundo Previ, pertencente ao Banco do Brasil, possui em suas empresas investidas. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a evolução dos investimentos. O número de observações representa o número de empresas investidas no referido ano.

Ano	Observações	Média	Variância	Mínimo	Máximo
2012	23	16,80	408,28	2,00	100,00
2011	22	16,40	428,48	0,90	100,00
2010	22	16,85	419,42	0,90	100,00
2009	20	12,88	42,66	2,70	24,10
2008	24	11,30	43,69	2,30	24,40
Teste de diferença entre as médias por ano (ANOVA)					
F	P-Valor	F crítico			
0,564	0,689	2,457			

Tabela 2 - Estatística descritiva da participação acionária do Fundo Petros

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do percentual (%) de ações que o Fundo Petros, pertencente à Petrobrás, possui em suas empresas investidas. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a evolução dos investimentos. O número de observações representa o número de empresas investidas no referido ano.

Ano	Observações	Média	Variância	Mínimo	Máximo
2012	11	11,25	23,05	5,40	24,50
2011	10	9,97	7,86	5,00	15,00
2010	7	10,47	10,25	5,10	15,00
2009	8	9,39	11,26	5,00	15,00
2008	5	10,30	2,77	8,30	12,00
Teste de diferença entre as médias por ano (ANOVA)					
F	P-Valor	F crítico			
0,353	0,840	2,633			

Tabela 3 - Estatística descritiva da participação acionária do BNDESPar

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do percentual (%) de ações que o BNDESPar, empresa subsidiária do BNDES, possui em suas empresas investidas. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a evolução dos investimentos. O número de observações representa o número de empresas investidas no referido ano.

Ano	Observações	Média	Variância	Mínimo	Máximo
2012	33	13,99	83,38	3,40	35,60
2011	29	11,98	76,00	3,40	35,60
2010	31	12,32	71,22	0,40	35,60
2009	29	13,44	95,45	2,50	35,60
2008	25	13,95	104,02	2,50	35,60
Teste de diferença entre as médias por ano (ANOVA)					
F	P-Valor	F crítico			
0,353	0,840	2,633			

Tabela 4 - Estatística descritiva da participação acionária dos Outros Investidores Institucionais Não Familiares

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do percentual (%) de ações que os Investidores Institucionais nacionais não familiares, excetuadas as participações acionárias dos fundos Previ, Petros, Funcef e o BNDESPar, possuem em suas empresas investidas. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a evolução dos investimentos. O número de observações representa o número de empresas investidas no referido ano.

Ano	Observações	Média	Variância	Mínimo	Máximo
2012	255	37,87	733,67	0,30	100,00
2011	249	38,18	755,24	0,30	100,00
2010	218	40,08	733,46	0,30	100,00
2009	200	39,72	661,23	0,50	100,00
2008	185	39,27	689,54	0,50	100,00
Teste de diferença entre as médias por ano (ANOVA)					
F	valor-P	F crítico			
0,301	0,877	2,380			

Tabela 5 - Estatística descritiva da participação acionária dos Investidores Institucionais Familiares

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do percentual (%) de ações que os Investidores Institucionais nacionais familiares possuem em suas empresas investidas. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a evolução dos investimentos. O número de observações representa o número de empresas investidas no referido ano.

Ano	Observações	Média	Variância	Mínimo	Máximo
2012	18	32,94	664,90	3,00	95,90
2011	21	31,62	611,54	3,00	95,90
2010	23	31,77	609,01	0,50	95,90
2009	20	24,99	483,73	4,20	74,80
2008	14	32,60	526,86	5,20	76,20
Teste de diferença entre as médias por ano (ANOVA)					
F	P-Valor	F crítico			
0,301	0,877	2,380			

Tabela 6 - Estatística descritiva da participação acionária dos Investidores Institucionais Estrangeiros

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do percentual (%) de ações que os Investidores Institucionais estrangeiros possuem em suas empresas investidas. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a evolução dos investimentos. O número de observações representa o número de empresas investidas no referido ano.

Ano	Observações	Média	Variância	Mínimo	Máximo
2012	140	18,50	360,58	0,90	99,90
2011	129	18,67	393,74	0,20	99,90
2010	104	20,53	371,54	1,30	99,90
2009	106	20,57	421,26	1,60	100,00
2008	95	21,06	433,55	2,10	100,00
Teste de diferença entre as médias por ano (ANOVA)					
F	P-Valor	F crítico			
0,424	0,790	2,387			

Tabela 7 - Estatística descritiva da participação acionária dos Investidores Não Institucionais

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do percentual (%) de ações que todos os Investidores classificados como não institucionais possuem em suas empresas investidas. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a evolução dos investimentos. O número de observações representa o número de empresas investidas no referido ano.

Ano	Observações	Média	Variância	Mínimo	Máximo
2012	297	33,46	884,01	0,10	100,00
2011	288	33,11	958,44	0,10	100,00
2010	240	35,37	943,71	0,10	100,00
2009	231	32,89	852,32	0,10	100,00
2008	221	35,50	883,12	0,10	100,00
Teste de diferença entre as médias por ano (ANOVA)					
F	P-Valor	F crítico			
0,427	0,788	2,378			

Estimação dos *accruals* discricionários

O objetivo da estimação dos coeficientes do modelo de regressão múltipla é mensurar os parâmetros que servirão de base para medir o componente de erro (ε) do modelo Jones Modificado (Dechow *et al*, 1995) que representam uma *proxy* do Gerenciamento de Resultados, nesta pesquisa evidenciada pela variável GR3. Os coeficientes de regressão estimados pelo modelo MQO foram utilizados para estimação do componente de erro com base em 1477 observações.

Os resultados obtidos demonstrados na tabela 8 revelaram que ao nível de significância de 5%, as variáveis representadas pelo inverso do Ativo Total ($1/AT_{t-1}$) e Ativo Permanente (PPE/AT_{t-1}), conforme equação 7, explicam as variações nos *accruals* totais. A variável representada pela diferença entre variação da Receita líquida do período e a variação das Contas a receber do período não se mostrou significativa como variável explicativa, semelhantemente a pesquisa de Martinez (2008). A não significância encontrada sugere que esta diferença de variações não é um fator explicativo dos *accruals* totais o que indica que a estimação dos *accruals* discricionários não pode ser efetuada utilizando este coeficiente. Adicionalmente, o teste F mostra que o modelo MQO é significativo a pelo menos 10%.

Tabela 8– Resultado da regressão dos *Accruals* discricionários

Esta tabela apresenta o resultado da regressão descrita na equação 7 ($ACT_t \alpha_1 (1/AT_{t-1}) + \alpha_2 ((\Delta REV_t - \Delta REC_t) / AT_{t-1}) + \alpha_3 (PPE_t / AT_{t-1}) + \varepsilon_t$), constituída das seguintes variáveis: AT_{t-1} = Ativo Total no período anterior a $t = (t - 1)$; ΔREV_t = Variação da receita líquida no período t ; ΔREC_t = Variação das Contas a receber no período t ; PPE_t = Ativo Permanente no período t ; ε_t = resíduos da regressão; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = Coeficientes estimados por regressão. O objetivo desta regressão é extrair os resíduos que serão utilizados como uma *proxy* do índice de gerenciamento de resultados conforme descrito na equação 8.

	Coefficiente	Estatística-t	P-Valor
α_1 ($1/AT_{t-1}$)	-1,71343**	-0,070	0,0480
α_2 ($\Delta REV_t - \Delta REC_t$)	0,08223	0,020	0,9860
α_3 (PPE / AT_{t-1})	7,66981**	0,200	0,0420
Constante	-3,81278	-0,240	0,8120
Estatística-F			
	3,02*		

***, **, *, Significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

As tabelas 9 a 14 apresentam a estatística descritiva dos índices de gerenciamento de resultados GR1, GR2 e GR3 e das variáveis de controle da pesquisa. Foi verificado nestas variáveis se existe diferença nas médias obtidas entre os anos de 2008 e 2012. Como destacado na tabela 9 o índice de gerenciamento de resultados GR1 apresentou aumento na média de 2009 para o ano de 2010 e redução no ano de 2011 para 2012.

Tabela 9- Estatística descritiva do Índice de Gerenciamento de resultados GR1

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do índice de gerenciamento de resultados GR1 calculado conforme equações 2, 3 e 4. Este índice será utilizado como variável dependente nas hipóteses da pesquisa. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a variação anual da variável. A estatística realizada foi o teste ANOVA que é capaz de verificar a ocorrência de variação na média dos períodos analisados. O (*) demonstra a variação na média do indicador no ano em destaque para o ano posterior.

Ano	Obs	Desvio Padrão	Média	Variância
2012	307	1.452215	0.579435	2.108927
*2011	307	1.046570	0.810045	1.095309
2010	307	0.954505	0.752240	0.911080
*2009	302	1.248116	0.364905	1.557793
2008	292	1.123984	0.605996	1.263339
Stat-F	P-Valor	F crítico		
6.60	0.00	2.38		

Tabela 10- Estatística descritiva do Índice de Gerenciamento de resultados GR2

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do índice de gerenciamento de resultados GR1 calculado conforme equação 5. Este índice será utilizado como variável dependente nas hipóteses da pesquisa. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a variação anual da variável. A estatística realizada foi o teste ANOVA que é capaz de verificar a ocorrência de variação na média dos períodos analisados. O (*) demonstra a variação na média do indicador no ano em destaque para o ano posterior.

Ano	Obs	Desvio Padrão	Média	Variância
2012	320	0.000037	0.000005496	0.000000001
2011	320	0.001657	0.000147093	0.000002746
2010	320	0.002521	0.000243417	0.000006355
2009	320	0.000845	0.000114128	0.000000714
2008	320	0.000523	0.000060484	0.000000274
Stat-F	P-Valor	F crítico		
1.29	0.27	2.38		

Tabela 11- Estatística descritiva do Índice de Gerenciamento de resultados GR3

Esta tabela apresenta a estatística descritiva do índice de gerenciamento de resultados GR1 calculado conforme equações 6, 7 e 8. Este índice será utilizado como variável dependente nas hipóteses da pesquisa. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a variação anual da variável. A estatística realizada foi o teste ANOVA que é capaz de verificar a ocorrência de variação na média dos períodos analisados. O (*) demonstra a variação na média do indicador no ano em destaque para o ano posterior.

Ano	Obs	Desvio Padrão	Média	Variância
2012	250	2.151788118	1.650256782	4.630192105
2011	336	2.010121392	1.520418977	4.04058801
2010	311	2.002039976	1.697483306	4.008164065
2009	286	2.284049534	1.376591522	5.216882273
2008	285	2.074949822	1.001282236	4.305416763
Stat-F	P-Valor	F crítico		
5.07	0.00	2.37		

O índice GR2 não apresentou diferença de média estatisticamente significativa entre os anos do período analisado. Já o índice de gerenciamento GR3, com P-valor = 0.000, revela a existência de diferença de média entre os anos do período, todavia esta diferença não ocorreu entre anos subsequentes. A diferença está entre o ano de 2008 e os anos após 2009. A análise de diferença de média permite associar diferentes variáveis que tenham apresentado diferença entre médias em períodos semelhantes. Esta comparação não é possível com a variável GR3.

Tabela 12- Estatística descritiva – Variável de controle Desempenho

Esta tabela apresenta a estatística descritiva da variável de controle desempenho conforme apresentado no quadro 2. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a variação anual da variável. A estatística realizada foi o teste ANOVA que é capaz de verificar a ocorrência de variação na média dos períodos analisados. O (*) demonstra a variação na média do indicador no ano em destaque para o ano posterior.

Ano	Obs	Desvio Padrão	Média	Variância
2012	274	0.144939	0.124537	0.021007
2011	274	0.114662	0.134151	0.013147
2010	274	0.143510	0.134177	0.020595
2009	274	0.240083	0.162339	0.057640
*2008	274	0.406066	0.196506	0.164890
Stat-F	P-Valor	F crítico		
4.279	0.0019	2.378		

Tabela 13- Estatística descritiva – Variável de controle Alavancagem

Esta tabela apresenta a estatística descritiva da variável de controle alavancagem conforme apresentado no quadro 2. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a variação anual da variável. A estatística realizada foi o teste ANOVA que é capaz de verificar a ocorrência de variação na média dos períodos analisados. O (*) demonstra a variação na média do indicador no ano em destaque para o ano posterior.

Ano	Obs	Desvio Padrão	Média	Variância
2012	325	64.737337	69.090462	4190.922779
2011	325	63.191794	74.326154	3993.202863
2010	325	79.864013	78.070462	6378.260606
2009	325	79.363809	76.211692	6298.614122
2008	318	85.499914	79.081761	7310.235250
Stat-F	P-Valor	F crítico		
0.8952	0.4659	2.3774		

Tabela 14- Estatística descritiva – Variável de controle Tamanho

Esta tabela apresenta a estatística descritiva da variável de controle tamanho conforme apresentado no quadro 2. A análise dos dados foi realizada por ano para que se pudesse observar a variação anual da variável. A estatística realizada foi o teste ANOVA que é capaz de verificar a ocorrência de variação na média dos períodos analisados. O (*) demonstra a variação na média do indicador no ano em destaque para o ano posterior.

Ano	Obs	Desvio Padrão	Média	Variância
2012	332	2.592353	14.401125	6.720294
2011	332	1.794901	14.662934	3.221670
2010	332	1.851768	14.461749	3.429044
2009	332	2.109587	14.041779	4.450357
2008	331	2.609991	13.743101	6.812055
Stat-F	P-Valor	F crítico		
9.0480	0.00	2.3773		

A tabela 12 revela a diferença de média da variável desempenho entre o ano de 2008 e 2009. Durante este período a economia brasileira enfrentava as recessões econômicas advindas da crise econômica mundial de 2009. Possivelmente esta redução no Desempenho tenha sido reflexo de tais acontecimentos. Na tabela 13 verifica-se que a média da razão entre o capital de terceiros e o ativo total das empresas não variou durante o período. Ou seja, é

possível que indicadores e outras variáveis contábeis que também relacionem passivos e ativos não tenham sido alterados. Isto pode revelar o cumprimento de *covenants* estabelecidos em indicadores contábeis. O Tamanho das empresas, representado pelo logaritmo natural do ativo total, da mesma forma que o índice de gerenciamento de resultados GR3, só apresentou diferença na média do ano de 2008 para os anos pós 2009, ou seja, não houve diferença entre anos subsequentes.

Na tabela 15 as empresas foram separadas em quartis tendo como referência para divisão o tamanho do ativo total. É possível observar que os investidores de um modo geral parecem diversificar o seus investimentos independentemente do tamanho do ativo. Ao levantar a hipótese de que investimentos realizados por investidores institucionais estivessem direcionados a empresas que possuíssem maior ativo total, caso a variável de controle baseada no Ativo Total se apresentasse significativa ao ser regredida contra os índices de gerenciamento de resultados, não seria necessário utilizar estas duas variáveis, (%) de ações de investidores institucionais e logaritmo natural do ativo total, para explicar as variáveis dependentes GR1, GR2 e GR3. Visto que a participação dos investidores institucionais está dispersa entre os diferentes quartis das empresas em relação ao seu ativo total esta hipótese perde o significado.

Observa-se também uma variação do número de empresas investidas ao longo do período, no entanto a média percentual dos investimentos não possui diferença significativa, além de em alguns casos como, por exemplo, o BNDSPar o aumento de empresas investidas de 2011 para 2012 representou também uma redução na média dos investimentos. Ou seja, é possível que os investidores estejam em dado momento diminuindo seus investimentos em determinado negócio ou setor e reinvestindo em outros negócios possibilitando a diversificação de seus investimentos.

Nos dados da pesquisa foram encontrados 1789 diferentes investidores entre os cinco maiores acionistas das 365 empresas da amostra. No período analisado nenhuma das empresas apresentou a substituição de uma só vez dos cinco maiores acionistas de um ano para o outro; em 53 empresas não houve substituição em nenhum dos cinco maiores acionistas, apresentando somente em alguns casos permutas entre eles. Excetuadas a 53 empresas destacadas anteriormente, todas as outras empresas obtiveram pelo menos 01 novo acionista entre os 05 maiores no período analisado.

Tabela 15 – Descrição dos investimentos realizados no período por investimento/tamanho do ativo da empresa dividido em quartis.

Esta tabela apresenta a quantidade de empresas investidas e a média da participação acionária por investidor e ano analisados. As empresas investidas foram separadas pelo tamanho do ativo total que possuíam em cada um dos anos analisados. Desta forma pode-se verificar separadamente em quartil a dispersão dos investimentos conforme tamanho da empresa investida.

INVESTIDOR	ANO	QTD EMP	MÉDIA (%) INV	QUARTIL 1	QUARTIL 2	QUARTIL 3	QUARTIL 4
Fundo Previ (Inv1)	2012	23	16,80%	11	4	4	4
	2011	22	16,40%	7	4	7	4
	2010	22	16,86%	7	3	9	3
	2009	20	12,88%	8	3	7	2
	2008	25	10,93%	8	5	7	5
Fundo Petros (Inv2)	2012	11	11,25%	1	5	4	1
	2011	10	9,97%	1	4	4	1
	2010	7	10,47%	1	3	3	0
	2009	8	9,39%	2	3	3	0
	2008	5	10,30%	1	2	2	0
Fundo Funcef (Inv3)	2012	2	11,90%	0	2	0	0
	2011	0	0,00%	0	0	0	0
	2010	0	0,00%	0	0	0	0
	2009	1	20,01%	0	1	0	0
	2008	1	21,40%	1	0	0	0
BNDESPar (Inv4)	2012	32	11,43%	6	10	9	7
	2011	27	12,87%	5	7	9	6
	2010	30	12,73%	6	10	9	5
	2009	29	13,44%	7	8	9	5
	2008	25	13,95%	5	6	8	6
Outros Investidores Institucionais Nacionais Não Familiares (Inv5)	2012	255	37,87%	62	55	80	58
	2011	249	38,18%	60	61	66	62
	2010	218	40,18%	57	56	54	51
	2009	200	39,72%	48	51	52	49
	2008	185	39,27%	45	44	47	49
Investidores Institucionais Nacionais Familiares (Inv6)	2012	18	32,94%	3	5	4	6
	2011	21	31,62%	7	6	6	2
	2010	23	31,76%	7	8	6	2
	2009	20	24,99%	2	7	7	4
	2008	14	32,60%	6	4	3	1
Investidores Institucionais Estrangeiros (Inv7)	2012	140	18,50%	50	45	31	14
	2011	129	18,67%	32	29	36	32
	2010	104	20,53%	24	28	26	26
	2009	106	20,57%	21	25	33	27
	2008	95	21,06%	18	25	29	23
Investidores não Institucionais (Inv8)	2012	297	33,46%	80	73	76	68
	2011	288	33,11%	73	73	80	65
	2010	240	35,37%	63	63	57	57
	2009	231	32,89%	55	60	57	59
	2008	221	35,50%	55	60	54	52

Fonte: Elaborado pelo autor

Em função da pequena quantidade de investimentos do fundo Funcef não foi possível realizar o teste de diferença de médias entre os anos do período analisado. No entanto, destaca-se que em 2008 e 2009 seus investimentos eram na empresa Bahema S.A, constituída com objetivo de participar e administrar outros investimentos, em que era seu maior acionista.

Em 2012 a Funcef era o 3º maior acionista da empresa Desenvix S.A, constituída com o objetivo de investir em empresas de energia elétrica cuja produção seja através de fontes renováveis, e o maior acionista da empresa Gafisa S.A integrante do ramo imobiliário.

Como foi destacado na subseção 3.4 foram realizados os testes de Hausman e LM de Breusch-Pagan para determinar o modelo de análise mais aplicável aos dados da pesquisa. Estes testes baseiam-se nas seguintes hipóteses:

Teste de Hausman

H0: Aplicável o modelo de efeitos aleatórios

H1: aplicável o modelo de efeitos fixos

Teste LM de Breusch-Pagan

H0: Aplicável o modelo *pooled*

H1: Aplicável o modelo de efeitos aleatórios

Foram obtidos os seguintes resultados:

Tabela 16 – Resultado dos testes de Hausman e LM de Breusch-Pagan

Esta tabela apresenta os resultados dos testes de Hausman e Breusch-Pagan para os modelos econométricos apresentados. Os valores descritos representam o Valor-P de cada um dos testes realizados para cada uma das hipóteses da pesquisa.

TESTE	HIPÓTESE 1	HIPÓTESE 2	HIPÓTESE 3	HIPÓTESE 4
Hausman (Prob>chi2)	0,9881	0.9934	0.9656	0.9933
LM de Breusch-Pagan (Prob>chi2)	0,4127	0.4049	0.3841	0.3759

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme demonstram os resultados acima à hipótese nula dos dois testes não podem ser rejeitadas para os quatro modelos propostos na pesquisa, o que permite concluir que o modelo mais apropriado aos dados levantados é o modelo *Pooled*.

A tabela 17 apresenta os resultados das regressões referentes à hipótese 1 alternando como variável dependente os três índices de gerenciamento de resultados calculados; GR1, GR2 e GR3. Nesta hipótese esperava-se que a variável independente representada pelos investidores institucionais impactasse negativamente o gerenciamento de resultados, ou seja, quanto maiores fossem as participações acionárias destes investidores menores seriam os índices de gerenciamento de resultados.

O coeficiente da variável Investidor Institucional regredido contra os índices GR1 e GR2 apresentou resultado diverso do esperado, visto o sinal positivo deste coeficiente, sendo

esta variável significativa a 10% para o índice GR1 como demonstrado na tabela 17. Todavia o modelo com a variável dependente GR3 apresenta a variável Investidor Institucional com coeficiente negativo e mais impactante no índice de gerenciamento de resultados que nos modelos anteriores apesar de não apresentar significância estatística a pelo menos 10%;. Os resultados obtidos não confirmam a hipótese 1 em nenhuma das regressões.

Esperava-se também que as *Dummies* 1 e 2, referentes ao índice de governança corporativa apresentassem coeficiente negativo. A variável *Dummy* 2 apresentou coeficiente $\beta = -1,87332$ significativo a 10%. Apesar dos resultados obtidos, o modelo como todo não se apresentou como significativo como demonstra a estatística $f = 0,7160$. Destaca-se que apenas no modelo proposto na hipótese 3 utilizando-se a variável dependente GR1 a *Dummy* 2, bem como todo o modelo, apresentou um coeficiente significante a 10%.

Diante dos coeficientes estimados a partir do tratamento estatístico proposto por este trabalho, os resultados referentes às variáveis *Dummies* 1 e 2 não sugerem associação negativa e estatisticamente significativa entre *accruals* discricionários e Governança Corporativa. A variável *Dummy* 1 que representa o maior nível de adoção de melhores práticas de governança corporativa não foi significativa em nenhum dos modelos. Estes resultados representam o oposto da relação esperada e não apoiam a hipótese de que a adoção de melhores práticas de governança corporativa pode exercer efeito negativo sobre os *accruals* discricionários.

Embora pesquisas internacionais evidenciem que boas práticas de governança corporativa exerçam influência mitigadora sobre a discricionariedade da gestão e que o funcionamento de mecanismos de governança pode resultar em melhor qualidade das informações contábeis, no ambiente brasileiro não foi possível comprovar esta hipótese. Os resultados da presente pesquisa, diferente da maioria de estudos internacionais (BEKIRIS e DOUKAKIS, 2011; SHEN e CHIH, 2007; JIANG *et al.*, 2008), sugerem que, na média, não é possível inferir sobre a existência de uma relação inversa entre modelos de Governança Corporativa e a incidência de Gerenciamento de resultados no mercado brasileiro.

Nesta direção, pesquisas nacionais também não evidenciaram que a adesão a boas práticas de Governança Corporativa está associada ao menor envolvimento de empresas de capital aberto com o gerenciamento de resultados (RAMOS e MARTINEZ, 2006; CARDOSO *et al.*, 2006). Apesar do percurso metodológico utilizado nesta pesquisa ter sido diferente das pesquisas nacionais anteriores que abordaram a mesma temática, os resultados

encontrados são semelhantes em sugerir que mecanismos Governança Corporativa não apresentam relação inversa com o Gerenciamento de Resultados.

Tabela 17 – Resultados das regressões da Hipótese 1

Esta tabela apresenta os resultados das regressões realizadas conforme a equação 9 referente a hipótese 1. Foram realizadas 03 regressões alterando em cada uma delas a variável dependente; o índice de gerenciamento de resultados GR1, GR2 e GR3. As variáveis independentes e de controle desta regressão são: Inv_Inst (representa a soma de todos os investidores institucionais) = Inv1 + Inv2 + Inv3 + Inv4 + Inv5 + Inv6 + Inv7; Inv8 – Investidores classificados como não institucionais; *Dummy 1* – esta variável destaca as empresas integrantes do nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Novo Mercado”; *Dummy 2* – esta variável destaca as empresas integrantes do nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Nível 2”; *Dummy 3* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2009; *Dummy 4* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2010; *Dummy 5* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2011; *Dummy 6* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2012;

Variável	GR1	GR2	GR3
Investidor Institucional	0,01391* (1,7)	0,00096 (0,49)	-0,2033 (-1,3)
Investidor não Institucional	0,00426 (0,51)	0,00022 (0,11)	-0,0288 (0,18)
<i>Dummy 1</i> (Novo Mercado)	-0,08424 (-0,16)	0,09232 (0,75)	1,8096 (0,18)
<i>Dummy 2</i> (Nível 2)	-1,8733* (-1,82)	0,16238 (0,67)	1,3563 (0,07)
<i>Dummy 3</i> (Obs. referentes a 2009)	-0,5389 (-0,79)	0,00553 (0,03)	17,8763 (1,37)
<i>Dummy 4</i> (Obs. referentes a 2010)	-0,27077 (-0,4)	0,01594 (0,1)	11,6172 (0,9)
<i>Dummy 5</i> (Obs. referentes a 2011)	-0,68934 (-1,01)	0,03271 (0,2)	11,4862 (0,88)
<i>Dummy 6</i> (Obs. referentes a 2012)	-0,41469 (-0,59)	0,39679** (2,39)	15,2142 (1,13)
Alavancagem	0,00000 (0,19)	0,00000 (-1,24)	0,0159*** (57,68)
Tamanho	0,07337 (0,85)	-0,1156*** (5,66)	0,5393 (0,33)
Desempenho	-0,00002 (-0,04)	0,00014 (0,86)	-1,0443*** (-80,85)
Constante - β_0	-0,59565 (-0,45)	1,533*** (4,94)	-13,9477 (-0,56)
Nº de Obs.	1718	1718	1718
Estatística-f	0,7160	0,0001	0,0000
R²	0,0046	0,0225	0,8078
R²-Ajustado	-0,0018	0,0162	0,8066

***, **, *, Significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Os modelos apresentados na tabela 18 representam os resultados das regressões referentes à hipótese 2. Eram esperados como resultados coeficientes negativos para os investidores institucionais nacionais e estrangeiros, mas de forma que o investidor institucional nacional fosse mais impactante no índice de gerenciamento de resultados do que

os investidores institucionais estrangeiros. O modelo cuja variável dependente é o índice GR1 não apresentou significância de acordo com a estatística-f igual a (0,7160).

Já o modelo com o índice GR2 apresentou significância estatística a 1%, no entanto as variáveis principais do modelo, os investidores institucionais nacionais, estrangeiros e os investidores não institucionais não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. Destaca-se, no entanto, que a variável *Dummy* 6, que representa o ano de 2012 é significativa no modelo a pelo menos 5%. Este resultado pode ser um indicativo de que no ano de 2012 os gestores das empresas utilizaram-se de maior discricionariedade contábil para alcançar as metas estabelecidas, visto que este ano foi precedido de crises econômicas em vários países europeus e nos Estados Unidos, ocasionando grande retração econômica. Outro destaque neste modelo foi a variável de controle Tamanho, calculada através do logaritmo natural do Ativo Total. Como esperado o sinal do coeficiente desta variável apresentou-se negativo e estatisticamente significativo a 1%.

Ainda é possível observar na tabela 18 que, apesar de não estatisticamente significantes, a relação entre os investidores institucionais estrangeiros com o índice de gerenciamento de resultados é negativa e que os investidores institucionais nacionais impactam mais o gerenciamento de resultados do que os investidores institucionais estrangeiros. Destacam-se também os coeficientes estatisticamente significantes das variáveis de controle, Alavancagem e Desempenho, ambos a 1%. No entanto, diverso do referencial teórico a variável Desempenho apresentou coeficiente negativo. Este resultado infere que quanto maior o desempenho da empresa menor será o gerenciamento de resultados, ou a necessidade de se utilizar de manipulações para se alcançar resultados definidos.

Desta forma os resultados obtidos não permitiram a confirmação da hipótese 2 em nenhuma das análises realizadas.

Tabela 18 – Resultados das regressões da Hipótese 2

Esta tabela apresenta os resultados das regressões realizadas conforme a equação 10 referente a hipótese 2. Foram realizadas 03 regressões alterando em cada uma delas a variável dependente; o índice de gerenciamento de resultados GR1, GR2 e GR3. As variáveis independentes e de controle desta regressão são: Inv_INac (soma da participação dos investidores institucionais nacionais) = Inv1 + Inv2 + Inv3 + Inv4 + Inv5 + Inv6; Inv7 – Investidores institucionais estrangeiros; Inv8 – Investidores classificados como não institucionais; Dummy 1 – esta variável destaca as empresas integrantes do nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Novo Mercado”; Dummy 2 – esta variável destaca as empresas integrantes do nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Nível 2”; Dummy 3 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2009; Dummy 4 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2010; Dummy 5 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2011; Dummy 6 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2012;

Variável	GR1	GR2	GR3
Investidor Institucional Nacional	0,0163* (1,94)	0,0013 (0,65)	-0,2109 (-1,31)
Investidor Institucional Estrangeiro	-0,0024 (-0,16)	-0,0013 (-0,37)	-0,1520 (-0,51)
Investidor não Institucional	0,0039 (0,47)	0,0001 (0,09)	0,0291 (0,19)
Dummy 1 (Novo Mercado)	-0,0313 (-0,06)	0,0997 (0,81)	1,6438 (0,16)
Dummy 2 (Nível 2)	-1,7983* (-1,75)	0,1729 (0,71)	1,1212 (0,06)
Dummy 3 (Obs. referentes a 2009)	-0,5384 (0,79)	0,0056 (0,03)	1,7874 (1,37)
Dummy 4 (Obs. referentes a 2010)	-0,2787 (-0,41)	0,0148 (0,09)	1,1642 (0,90)
Dummy 5 (Obs. referentes a 2011)	-0,6894 (-1,01)	0,0327 (0,2)	1,1486 (0,88)
Dummy 6 (Obs. referentes a 2012)	-0,3956 (-0,56)	0,3994** (2,41)	1,5154 (1,13)
Alavancagem	0,0000 (0,19)	0,0000 (-1,24)	0,0159*** (57,67)
Tamanho	0,0737 (0,86)	-0,1155*** (-5,66)	0,5380 (0,33)
Desempenho	-0,0000 (-0,03)	0,0001 (0,86)	-1,0444*** (-80,82)
Constante - β_0	-0,5763 (-0,44)	15357*** (4,95)	-1,4008 (-0,56)
Nº de Obs.	1718	1718	1718
Estatística-f	0,7160	0,0001	0,0000
R ²	0,0046	0,0228	0,8078
R ² -Ajustado	-0,0018	0,0159	0,8065

***, **, *, Significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

A tabela 19 apresenta os resultados das regressões referentes à hipótese 3. Neste teste esperava-se que o investidor institucional não familiar obtivesse coeficiente negativo e que gerasse maior impacto nos índices de gerenciamento de resultados que os outros investidores.

O resultado obtido referente ao índice GR1 apresenta o investidor institucional não familiar como única variável estatisticamente significativa entre os investidores analisados. Com coeficiente β negativo e significativo a 5% os investidores institucionais não familiares possuem relação inversamente proporcional ao índice de gerenciamento de resultados analisado. Com este resultado é possível inferir que a maior participação acionária de investidores institucionais não familiares reduz a manipulação dos *accruals* contábeis com a finalidade de suavizar os resultados reportados. Também é possível verificar a significância da variável *Dummy 2* a 10%. A significância destas duas variáveis pôde ser vista na hipótese 2 com a mesma variável dependente GR3, no entanto, neste momento o modelo é estatisticamente significativo. O modelo referente ao índice GR2 apresentou significância a 1%. Em sua composição foram significativas as variáveis *Dummy 6* e Tamanho, bem como o coeficiente β_0 , a 5%, 1% e 1% respectivamente.

No modelo referente ao índice GR3 destaca-se o sinal obtido no coeficiente da variável referente ao Investidor Institucional Familiar. O coeficiente negativo desta variável diverge do referencial teórico apresentado em que a maior participação acionária destes investidores poderia causar o direcionamento de resultados para um grupo familiar específico, podendo para alcançar tais objetivos manipular resultados ou se aliarem aos gestores e/ou controlares do negócio. O resultado obtido revela que a maior participação destes investidores está reduzindo o índice de gerenciamento de resultados. Da Silveira (2002) descreve que uma das características positivas de empresas familiares é a busca pela perpetuidade do negócio, desta forma a família gestora poderia se beneficiar por gerações. Segundo esta teoria é possível inferir que empresas familiares podem monitorar gestores para que o gerenciamento de resultados com o fim de expropriar o negócio da companhia seja evitado. Os resultados obtidos revelam indícios de que investidores institucionais não familiares geram maior impacto no gerenciamento de resultados do que investidores institucionais familiares confirmando parcialmente a hipótese deste modelo.

Tabela 19 – Resultados das regressões da Hipótese 3

Esta tabela apresenta os resultados das regressões realizadas conforme a equação 11 referente a hipótese 3. Foram realizadas 03 regressões alterando em cada uma delas a variável dependente; o índice de gerenciamento de resultados GR1, GR2 e GR3. As variáveis independentes e de controle desta regressão são: *Inv_INFam* (soma da participação acionária dos investidores institucionais não familiares) = $Inv1 + Inv2 + Inv3 + Inv4 + Inv5$; *Inv6* – Investidores institucionais familiares; *Inv7* – Investidores institucionais estrangeiros; *Inv8* – Investidores classificados como não institucionais; *Dummy 1* – esta variável destaca as empresas integrantes do nível

diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Novo Mercado”; *Dummy 2* – esta variável destaca as empresas integrantes do nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Nível 2”; *Dummy 3* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2009; *Dummy 4* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2010; *Dummy 5* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2011; *Dummy 6* – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2012;

Variável	GR1	GR2	GR3
Investidor Institucional Não Familiar	-0,0173** (-2,02)	0,0013 (0,65)	-0,1493 (-0,91)
Investidor Institucional Familiar	0,0030 (0,13)	0,0010 (0,19)	-1,0638** (-2,3)
Investidor Institucional Estrangeiro	-0,0022 (-0,15)	-0,0013 (-0,37)	-0,1388 (-0,46)
Investidor não Institucional	0,0039 (0,47)	0,0001 (0,09)	0,0309 (0,19)
<i>Dummy 1</i> (Novo Mercado)	-0,0387 (-0,07)	0,0996 (0,81)	1,1684 (0,12)
<i>Dummy 2</i> (Nível 2)	-1,8186* (-1,77)	0,1726 (0,71)	-0,1847 (-0,01)
<i>Dummy 3</i> (Obs. referentes a 2009)	-0,5404 (-0,79)	0,0055 (0,03)	17,7502 (1,36)
<i>Dummy 4</i> (Obs. referentes a 2010)	-0,2740 (-0,4)	0,0148 (0,09)	11,9465 (0,92)
<i>Dummy 5</i> (Obs. referentes a 2011)	-0,6900 (-1,02)	0,0326 (0,20)	11,4484 (0,88)
<i>Dummy 6</i> (Obs. referentes a 2012)	-0,4031 (-0,57)	0,3993** (2,40)	14,6741 (1,09)
Alavancagem	0,0000 (0,21)	0,0000 (-1,24)	0,0159*** (57,75)
Tamanho	0,0769 (0,89)	-0,1155*** (-5,65)	0,7416 (0,45)
Desempenho	-0,0002 (-0,04)	0,0001 (0,86)	-1,0446*** (+80,91)
Constante - β_0	-0,6220 (-0,47)	1,5350*** (4,94)	-16,9385 (-0,68)
Nº de Obs.	1718	1718	1718
Estatística-f	0,0000	0,0020	0,0000
R²	0,0078	0,0228	0,8083
R²-Ajustado	0,0065	0,0154	0,8068

***, **, *, Significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Na tabela 20 encontram-se os resultados da regressão descrita na hipótese 4 para cada um dos índices de gerenciamento de resultados calculados. Destaca-se que as regressões com as variáveis dependentes GR1 e GR2 não apresentaram significância estatística de acordo com a estatística-f = 0,6390, para ambas. Na hipótese 4 buscava-se verificar o impacto de cada um dos investidores analisados na pesquisa individualmente. O resultado esperado era o de sinal negativo para os fundos de pensão e BNDSPar, bem como para os outros investidores institucionais. Esperava-se que o impacto destes investidores fosse maior que o de investidores institucionais estrangeiros e investidores não institucionais.

O modelo de regressão descrito na tabela 28 apresentou significância estatística a 1%. Nota-se que os coeficientes dos fundos de pensão e do BNDESPar apresentaram-se negativos, ou seja, quanto maior a participação destes investidores menor será o índice de gerenciamento de resultados. No entanto nenhum destes coeficientes apresentou significância estatística pelo menos a 10%. É possível verificar no resultado deste modelo que novamente a *Dummy* 6 e o Tamanho do ativo foram significativos para o índice de gerenciamento de resultados. O resultado da Variável Tamanho era esperado em função da possibilidade de diversificação de investimentos que uma empresa com maior ativo possui, reduzindo a necessidade de utilização de *accruals* discricionários para alcançar metas econômico-financeiras.

Tabela 20 – Resultados das regressões da Hipótese 4

Esta tabela apresenta os resultados das regressões realizadas conforme a equação 12 referente a hipótese 4. Foram realizadas 03 regressões alterando em cada uma delas a variável dependente - o índice de gerenciamento de resultados GR1, GR2 e GR3. As variáveis independentes desta regressão são: Inv1 – Participação acionária do fundo Previ; Inv2 – Participação acionária do fundo Petros; Inv3 - Participação acionária do fundo Fucef; Inv4 – Participação acionária do BNDESPar; Inv5 – Participação acionária de outros investidores institucionais não familiares excetuados os destacados anteriormente; Inv6 – Investidores institucionais familiares; Inv7 – Investidores institucionais estrangeiros; Inv8 – Investidores classificados como não institucionais; *Dummy* 1 – esta variável destaca as empresas integrantes do nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Novo Mercado”; *Dummy* 2 – esta variável destaca as empresas integrantes do nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA “Nível 2”; *Dummy* 3 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2009; *Dummy* 4 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2010; *Dummy* 5 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2011; *Dummy* 6 – esta variável informa que as observações analisadas são referentes ao ano de 2012;

Variável	GR1	GR2	GR3
Fundo Previ	-0,06246 (-1,56)	-0,0017 (-0,18)	-0,0766 (-0,10)
Fundo Petros	0,01113 (0,08)	-0,0033 (-0,11)	0,1120 (0,04)
Fundo Fucef	-0,01806 (-0,07)	-0,0047 (-0,08)	-0,0911 (-0,02)
BNDESPar	0,01419 (0,29)	-0,0022 (-0,20)	-0,0312 (-0,03)
Outros Invest. Institucionais Não Familiares	0,02109** (2,39)	0,0015 (0,75)	-0,1567 (-0,93)
Investidores Institucionais Familiares	0,00304 (0,13)	0,0011 (0,20)	-1,0658** (-2,29)
Investidores Institucionais Estrangeiros	-0,00239 (-0,15)	-0,0014 (-0,38)	-0,1370 (-0,46)
Investidores Não Institucionais	0,00466 (0,55)	0,0002 (0,11)	0,0302 (0,19)
<i>Dummy</i> 1 (Novo Mercado)	-0,00663 (-0,01)	0,1029 (0,83)	1,0812 (0,11)

<i>Dummy</i> 2 (Nível 2)	-1,5577 (-1,50)	0,1817 (0,74)	-0,3829 (-0,02)
<i>Dummy</i> 3 (Obs. referentes a 2009)	-0,55509 (-0,81)	0,0053 (0,03)	17,7463 (1,36)
<i>Dummy</i> 4 (Obs. referentes a 2010)	-0,27714 (-0,41)	0,0142 (0,09)	11,9518 (0,92)
<i>Dummy</i> 5 (Obs. referentes a 2011)	-0,72192 (-1,06)	0,0302 (0,19)	11,5010 (0,88)
<i>Dummy</i> 6 (Obs. referentes a 2012)	-0,39093 (-0,56)	0,4012** (2,41)	14,5932 (1,09)
Alavancagem	0,00000 (0,20)	0,0000 (-1,24)	0,0159*** (57,63)
Tamanho	0,07638 (0,88)	-0,1154*** (-5,63)	0,7367 (0,44)
Desempenho	-0,00002 (-0,03)	0,0001 (0,86)	-1,0446*** (-80,74)
Constante - β_0	-0,65526 (-0,50)	1,5344*** (4,92)	-16,9090 (-0,67)
N° de Obs.	1718	1718	1718
Estatística-f	0,6390	0,6390	0,0000
R²	0,0084	0,0084	0,8083
R²-Ajustado	-0,0015	-0,0015	0,8064

***, **, *; Significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

A tabela 21 apresenta os resultados da equação 13 referente à hipótese 4 em que são analisadas as interações entre as variáveis *Dummies* 1 e 2 e os investidores descritos na pesquisa. Diverso do resultado esperado nenhuma das variáveis de interação dos investidores institucionais com as *Dummies* de Governança Corporativa apresentou-se estatisticamente significativa regredida contra os índices de gerenciamento de resultados. Nestas regressões, referentes a interação das *Dummies* de governança corporativa e a participação dos diversos investidores, apenas o modelo com a variável dependente GR3 obteve significância estatística. Como se apresentam nas tabelas algumas das variáveis perderam significância quanto associadas às *Dummies* de Governança corporativa. Os resultados apresentados revelam que a maior parte das variáveis que representam os investidores institucionais associadas a governança corporativa perdem significância estatística ou o sinal negativo, que representa a associação negativa com o gerenciamento de resultados, passa a ser positivo.

Tabela 21 – Resultados das regressões da Hipótese 5

Esta tabela apresenta os resultados das regressões realizadas conforme a equação 13 referente à hipótese 4 em que se busca verificar o impacto da Governança Corporativa no gerenciamento de resultados através de sua interação com as variáveis que representam a participação acionária dos diversos investidores. Foram realizadas 03 regressões alterando em cada uma delas a variável dependente - o índice de gerenciamento de resultados GR1, GR2 e GR3.

Variável	GR1	GR2	GR3
Fundos_BNDSPar	-0,0035 (-0,1)	-0,0044 (-0,54)	-0,0563 (-0,08)
Fundos_BNDSPar <i>Dummy</i> 1	0,0245 (0,39)	0,0068 (0,46)	-0,0071 (-0,01)
Fundos_BNDSPar <i>Dummy</i> 2	-0,1655** (-2,42)	0,0044 (0,27)	0,0111 (0,01)
Outros Investidores Institucionais não Familiares	0,0248*** (2,61)	0,0012 (0,57)	-0,189 (-1,03)
Outros Investidores Institucionais não Familiares <i>Dummy</i> 1	-0,0184 (-1,25)	0,0001 (0,05)	0,1310 (0,46)
Outros Investidores Institucionais não Familiares <i>Dummy</i> 2	0,0033 (0,1)	0,0012 (0,16)	0,1022 (0,16)
Investidor Institucional Familiar	0,0073 (0,28)	0,0007 (0,12)	-1,2357** (-2,46)
Investidor Institucional Familiar <i>Dummy</i> 1	-0,0248 (-0,37)	0,0005 (0,04)	1,1396 (0,9)
Investidor Institucional Familiar <i>Dummy</i> 2	-0,1352 (-0,41)	0,0092 (0,12)	1,1610 (0,18)
Investidor Institucional Estrangeiro	0,0058 (0,31)	-0,0025 (-0,58)	-0,1614 (-0,45)
Investidor Institucional Estrangeiro <i>Dummy</i> 1	0,0013 (0,04)	0,0026 (0,38)	0,0908 (0,16)
Investidor Institucional Estrangeiro <i>Dummy</i> 2	-0,1312*** (-2,49)	0,0064 (0,51)	0,0591 (0,06)
Outros Investidores não Institucionais	0,0011 (0,13)	-0,0003 (-0,17)	0,0682 (0,39)
Outros Investidores não Institucionais <i>Dummy</i> 1	0,0087 (0,63)	0,0019 (0,58)	-0,1252 (-0,47)
Outros Investidores não Institucionais <i>Dummy</i> 2	0,0203 (0,58)	0,0018 (0,21)	-0,1271 (-0,19)
<i>Dummy</i> 3 (Obs. referentes a 2009)	-0,5137 (-0,74)	0,0083 (0,05)	18,002 (1,36)
<i>Dummy</i> 4 (Obs. referentes a 2010)	-0,1985 (-0,29)	0,0228 (0,14)	11,768 (0,9)
<i>Dummy</i> 5 (Obs. referentes a 2011)	-0,5986 (-0,87)	0,0358 (0,22)	11,524 (0,88)
<i>Dummy</i> 6 (Obs. referentes a 2012)	-0,4444 (-0,62)	0,4148** (2,45)	15,060 (1,1)
Alavancagem	0,0032 (0,22)	-0,0000 (-1,27)	0,0159*** (57,27)
Tamanho	0,0801 (0,91)	-0,1198*** (-5,7)	0,7251 (0,43)
Desempenho	-0,0000 (-0,03)	0,0001 (0,87)	-1,0447*** (-80,29)
Constante - β_0	-0,8036 (-0,59)	1,6321*** (5,04)	-16,859 (-0,64)
Nº de Obs.	1700	1700	1700
Estatística-f	0,2675	0,0082	0
R ²	0,0151	0,024	0,8084
R ² -Ajustado	0,0022	0,0112	0,8059

As variáveis instrumentais analisadas nesta regressão foram: Funds_BNDESPar = soma da participação acionária dos fundos Previ, Petros e Funcef e do BNDESPar; Funds_BNDESPar *Dummy*1= interação do Funds_BNDESPar com o nível diferenciado

de governança corporativa Novo Mercado; *Funds_BNDESPar_Dummy2*= interação do *Funds_BNDESPar* com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; *Inv5* = participação acionária dos Outros investidores Institucionais nacionais não familiares; *Inv5_Dummy1*= interação do *Inv5* com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; *Inv5_Dummy2*= interação do *Inv5* com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; *Inv6* = participação acionária dos investidores Institucionais nacionais familiares; *Inv6_Dummy1*= interação do *Inv6* com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; *Inv6_Dummy2*= interação do *Inv6* com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; *Inv7* = participação acionária dos investidores Institucionais estrangeiros; *Inv7_Dummy1*= interação do *Inv7* com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; *Inv7_Dummy2*= interação do *Inv7* com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2; *Inv8* = participação acionária dos investidores classificados como não Institucionais; *Inv8_Dummy1*= interação do *Inv8* com o nível diferenciado de governança corporativa Novo Mercado; *Inv8_Dummy2*= interação do *Inv8* com o nível diferenciado de governança corporativa Nível 2;

***, **, *; Significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo principal verificar se há diferença no nível de gerenciamento de resultados de acordo com a participação acionária de investidores institucionais nacionais ou estrangeiros e se a adoção de melhores práticas de governança corporativa altera esta diferença.

A análise se procedeu em duas etapas. Na primeira etapa foram calculados os índices de gerenciamento de resultados. Os índices denominados GR1 e GR2 foram calculados diretamente através dos dados coletados no *software* Economática e foi rodada a regressão de Jones Modificado (DECHOW *et al*, 1995) para a obtenção do *accrual* discricionário (*proxy* do gerenciamento de resultados – GR3). A segunda etapa consistiu em rodar as regressões desenvolvidas na pesquisa utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários para capturar a relação entre os índices de gerenciamento de resultados e as variáveis explicativas e de controle.

Os resultados apresentados na estatística descritiva não permitem fazer qualquer inferência significativa sobre as variáveis de pesquisa. Apesar do índice de gerenciamento de resultado GR1 ter apresentado variação na média percentual dos investimentos entre os anos de 2009 e 2010 e também entre 2011 e 2012, esta mesma variação não ocorreu em nenhuma das variáveis de controle bem como em nenhuma das variáveis relacionadas aos investidores institucionais ou não institucionais.

As análises das hipóteses da pesquisa apresentam o índice de gerenciamento de resultados GR3 como mais consistente entre os analisados. Os modelos com este índice apresentarem maior significância estatística e os resultados esperados para as variáveis se mostraram mais consistentes. Com isso, é possível destacar a significância estatística obtida pelos investidores institucionais familiares quando analisado o índice de gerenciamento de resultados GR3. A participação dos investidores institucionais familiares no que se refere a este índice apresentou-se estatisticamente significativa em todos os modelos, negativamente associada ao índice de gerenciamento de resultados e mais impactante que os outros investidores quando analisado o valor absoluto do coeficiente, em módulo. Este resultado diverge da teoria apresentada, por exemplo, na pesquisa de Almeida-Santos, Dani e Machado (2012) em que as empresas com controle familiar apresentam-se mais propensas ao gerenciamento de resultados do que as que não possuem este controle. Esta pesquisa

evidencia a maior quantidade de *accruals* discricionários na gestão de empresas de controle familiar.

O resultado significativo e negativamente associado ao índice de gerenciamento de resultados GR1 obtido pela variável Outros investidores institucionais nacionais não familiares e não obtido pelas variáveis dos fundos Petros, Previ, Funcef e BNDESPar pode ter sido em função do número de dados analisados visto a quantidade superior de informações testadas dos Outros Investidores institucionais nacionais não familiares. Entretanto estes resultados corroboram a pesquisa de Chhaochharia, Kumar, e Niessen-Ruenzi (2012) de que a presença de investidores institucionais na estrutura proprietária da companhia pode reduzir a manipulação dos *accruals* discricionários com a finalidade de diminuir a dispersão dos lucros reportados, ou seja, reduzir a prática de alisamento de resultados.

Os resultados também não evidenciaram significância estatística na participação dos investidores institucionais estrangeiros quanto aos índices de gerenciamento de resultado. No entanto, os coeficientes das variáveis investidores institucionais nacionais e estrangeiros se apresentaram negativamente relacionadas aos índices de gerenciamento de resultados, nos modelos significativos, e os valores absolutos dos coeficientes dos investidores institucionais nacionais eram maiores. Assim, é possível inferir que a participação de investidores institucionais nacionais impacta mais os índices de gerenciamento de resultados do que a participação de investidores estrangeiros.

As *proxys* de Governança Corporativa foram medidas por meio de 02 variáveis *Dummys* que representavam a adoção espontânea dos níveis diferenciados de governança corporativa pelas empresas da amostra no período de 2008 a 2012, conforme dados retirados do site da BOVESPA. As hipóteses desta pesquisa consideraram que maiores níveis de Governança Corporativa estão associados a menores níveis de Gerenciamento de Resultados contábeis. Para atingir este objetivo proposto, verificou-se com análise multivariada e aplicação da abordagem *pooled* a relação entre as variáveis.

Apesar de a *Dummy 2* referente ao Nível 2 de governança corporativa apresentar-se significativo em parte dos resultados os modelos que apresentaram tais resultados não eram significantes, o que descarta a possibilidade de inferir que tal variável possua relação com os índices de gerenciamento de resultados. Desta forma, os resultados obtidos tão somente corroboram os resultados de outras pesquisas, como a de Barros (2012), de que as melhores práticas de Governança Corporativa impõem restrições aos gestores a práticas que busquem o

seu interesse próprio ou mesmo diverso a vontade dos acionistas, mas que isto ainda não foi evidenciado nos índices de gerenciamento de resultados. Todos os resultados obtidos apresentam validade para a amostra estudada não permitindo generalizações para população das empresas listadas na Bovespa ou mesmo para amostra diversa da pesquisada.

Sugere-se que para pesquisas futuras seja realizada a análise de informações qualitativas a respeito do ativismo dos investidores institucionais quanto às práticas de gerenciamento de resultados. Entre os fatos que podem ser considerados como ativismo estão: os acordos de acionistas com a participação dos investidores institucionais, número de propostas destes investidores em assembleias de acionistas, o número de propostas destes investidores que são aprovadas nas assembleias, a variação do resultado contábil e do índice de gerenciamento de resultados no período imediatamente a entrada destes investidores na estrutura proprietária das empresas; estas são algumas das interações que poderiam impactar significativamente a informação contábil e o índice de gerenciamento de resultados das empresas.

6. REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; EREL, I., FERREIRA, M.; MATOS, P. **Does governance travel around the world?** Evidence from Institutional Investors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, No. 1, pp. 154-182, 2011.

ALMEIDA-SANTOS P. S.; DANI, A. C.; MACHADO, D. G. **Influencia do Controle Familiar na Prática do Gerenciamento de Resultados:** Evidências em Companhias Brasileiras de Capital Aberto. XXXVI Encontro da ANPAD. RJ, 2012.

ANTUNES, G. A. *et al.* **Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil.** *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 3, n. 1, p. 1-14, mar. 2010. Disponível em http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/SAA0301P%20-%20Antunes.pdf

BAIK, B.; KANG, J-K.; KIM, J-M. **Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns.** *Journal of Financial Economics* 97, 81-106, 2010.

BAINBRIDGE, S. M. **Shareholder Activism and Institutional Investors.** Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=796227>>. Acesso em: Agosto de 2012.

BARROS, C. M. E. **Gerenciamento de resultados contábeis e qualidade de governança corporativa:** um estudo empírico em empresas brasileiras de capital aberto. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Paraná, 2012.

BARROS, J. S.; DE LUCA, M. M. M.; OLIVEIRA, M. C.; MACHADO M. V. V. **A auditoria interna das empresas listadas no novo mercado e nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa.** XXXII Encontro da Anpad. Rio de Janeiro, 2008.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M; WILLIAMS, C. **Accounting Quality:** International Accounting Standards and US GAAP. SSRN Working paper. 2006. Disponível em <<http://papers.ssrn.com>>.

BEKIRIS, F. V.; DOUKAKIS, L. **Corporate Governance and Accruals Earnings Management.** *Managerial and Decision Economics*, v.32, p-439-456, 2011.

BIAGUÊ, P. B. M.; COSTA, F. M. **Mudanças na distribuição de resultados intra-anos:** estudo de gerenciamento de resultados de pequenos prejuízos e pequenos lucros. In: Associação Nacional dos Programas de Pós-graduação em Ciências Contábeis (ANPCONT), 5., 2011, Vitória (ES). Anais... Vitória: ANPCONT, 2011.

BIRKMOSE, H. S., STRAND, T. **Institutional investors: the way to active ownership.** LSN Research Paper Series. Acesso em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2151206>.

BISPO, O. N. A.; LAMOUNIER W. M. **Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras.** 11º Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, São Paulo, 2011.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance.** 2. ed. Cambridge: Cambridge University press, 2008.

BUIATTI, C. L.; GONÇALVES, C. M. DI P.; SHINYASHIKI, G. T. **Comprometimento Organizacional em Empresas Familiares**. V Encontro de Estudos Organizacionais da ANPAD. Belo Horizonte - MG, 2008.

BURGSTHALER, D., DICHEV, I. **Earnings management to avoid earnings decreases and losses**. Journal of Accounting and Economics 24, 99–126, 1997.

CARDOSO, R. L.; AQUINO, A. C. B.; ALMEIDA, J. E. F.; NEVES, A. J. B. **Acumulações Discricionárias, Liquidez e Governança Corporativa Divulgada no Brasil**. In: XXX Encontro anual da Associação Nacional dos programas de pós-graduação em Administração, Salvador. Anais do ENANPAD 2006.

CHEMMANURA, T. J.; HE, S.; HU, G. **The role of institutional investors in seasoned equity offerings**. Journal of Financial Economics 94, 384–411, 2009.

CHEN, L. **Income smoothing, information uncertainty, stock returns, and cost of equity**. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Washington State University, 2012.

CHHAOCHHARIA, V.; KUMAR, A.; NIESSEN-RUENZI, A. **Local investors and corporate governance**. Journal of Accounting and Economics 54, 42–67, 2012.

CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM, J-B. **Institutional monitoring and opportunistic earnings management**. Journal of Corporate Finance 8, 29–48, 2002.

CIA, J. C.; GUARITA, C. I.; CIA, J. N. S. **O duplo papel do investidor institucional: influenciador do Corporate Governance e gestor de carteiras**. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós – Graduação em Administração Salvador, 2002.

COELHO; A. C. D.; LOPES; A. B. **Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira**. Revista de Administração Contemporânea. vol.11 n. spe2 Curitiba 2007.

CRISÓSTOMO, V. L.; GONZÁLEZ, E. V. **Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil**. Revista de Economia Contemporânea. Vol. 10, No. 1, pp. 139-155. 2006.

CROCI, E.; GONENC, H.; OZKAN, N. **CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe**. Journal of Banking & Finance 36, 3318–3335, 2012.

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

DA SILVEIRA, A. DI M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Ed Campos, São Paulo, 2002.

DA SILVEIRA, A. DI M. **Institutional Investors and Corporate Governance in Brazil**. Acesso em: <<http://ssrn.com/author=443083>>, 2011.

JESUS, R. M. R. **Governança corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso Previ.** Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2004.

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. **Earning Management: reconciling the views of accounting academics practitioners and regulators.** Accounting Horizons. Sarasota, Vol. 14 n. 2, 2000.

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

DeFOND, M. L.; PARK, C. W. **Smoothing income in anticipation of future earnings.** Journal of Accounting and Economics, pgs.115-139, 1997.

DENIS, D. K.; MAcCONNEL, J. J. **International corporate governance.** Journal office financial and quantitative analysis. v. 38, p. 1-36, 2003.

FERRI, M. S.; SOARES, R. O. **Investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa.** Revista Contabilidade Vista & Revista, ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 4, p. 15-30, out./dez. 2009.

FONTES FILHO, J. R. **A Contribuição das Práticas de Governança Corporativa dos Fundos de Pensão ao Fortalecimento da Responsabilidade Social Empresarial no Brasil.** Revista do Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresaria. Faculdade Estácio de Sá, 2006. Acesso em: <http://www.estacio.br/revistamade/06_1/artigo1.asp>

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. **Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors.** Journal of Financial Economics, v. 57, n. 2, 275-305, 2000.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. **Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective** Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2003-01. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=439500>

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. **The Evolution of Shareholder Activism in the United States.** Journal of Applied Corporate Finance, 19(1), p. 55-70, 2007.

GU, Z.; LEE, C. J.; ROSETT, J. G. **What determines the variability of accounting accruals?** Review of Quantitative Finance and Accounting, v. 24, p. 313-334, 2005.

GU, Z.; LEE, C-W. J.; ROSETT, J. G. **What determines the variability of accounting accruals?** Review of Quantitative Finance and Accounting, v.24, p. 313-334, 2005.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica.** Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro, Rio de Janeiro: Elsevier, 4º ed., 5ª tiragem, 2006.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica.** 5ºed, Editora AMGH Ltda, RS, 2011.

- HEALY P.M.; WAHLEN, J.M. **A review of the earnings management literature and its implications for standard setting**. Accounting Horizons. Sarasota, 13 p. 365-383, 1999.
- HOLANDA, A. P.; REBOUÇAS, S. M. D. P.; COELHO, A. C. D. **Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras**. XXXVI Encontro da ANPAD. RJ, 2012.
- HOLTHAUSEN, R.; LEFTWICH, R. **The economic consequences of accounting choices**. Journal of Accounting and Economics, Rochester, 5, p. 77-117.1983.
- IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.
- JENSEN, M. C; MECKLING W. H. **“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”**. Journal of Financial Economics, 3(4): 305–60. 1976.
- JIANG, W.; LEE, P.; ANANDARAJAN, A. **The association between corporate governance and earnings quality: further evidence using the GOV-score**. Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting v. 24: 193- 228, 2008.
- JOHNSON, V. E., KHURANA, I. K., REYNOLDS, J. K. **Audit-Firm Tenure and the Quality of Financial Reports**. Contemporary Accounting Research.Vol. 19, n. 4 winter, 2002.
- KERSTEIN, J.; RAI, A. **Intra-year shifts in the earnings distribution and their implications for earnings management**. Journal of Accounting and Economics.44, 349-419; 2007.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. **Corporate ownership around the world**, Journal of finance. Vol. LIV, n°2, 1998.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia científica**. 2ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- LANTZ, J-S.; MONTANDRAU, S.; SAHUT, J-M. **Activism of Institutional Investors, Corporate Governance Alerts and Financial Performance**. Acesso em <<http://ssrn.com/abstract=1735797>>, 2010.
- LEUZ, C., NANDA, D., WYSOCKI, P. D. **Earnings management and investor protection: an international comparison**. Journal of Financial Economics. V. 69, 2003.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. **Earnings management and investor protection: an international comparison**. Journal of Financial Economics.34, July 2002.
- LOPES, A. B. **A Teoria dos Contratos, governança corporativa e contabilidade**, In: Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Ed. Atlas, 2004.
- LOPES, A. B., TUKAMOTO, Y., GALDI, F. C., **Earnings Management and Cross Listing in Brasil**. In: CONGRESSO ANPCONT, 1, 2007, Rio Grande do Sul. Anais eletrônicos. Disponível em: <<http://www.furb.br/especiais/interna.php?secao=590>>. Acesso em: 22 jun. 2007.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: Uma nova abordagem**. Editora Atlas, SP 2005.

MARIA JUNIOR, E. *et al.* **A interferência do padrão ifrs nos índices econômico-financeiros das empresas listadas na BM&FBOVESPA.** XII Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, São Paulo, 2012.

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura.** Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão - Faculdade de Economia do Porto, Outubro de 2000. Disponível em <<http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers>>. Acesso em Dezembro, 2012.

MARTINEZ, A. L. **Detectando Earnings Management no Brasil:** Estimando os accruals discricionários. Revista de Contabilidade e Finanças - USP, v.19, No.46, p.7-17, 2008.

MARTINEZ, A. L. **Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados?** Evidências empíricas para empresas brasileiras. Revista de Informação Contábil - Vol. 4, no 1, p 76-93, Jan-Mar, 2010.

MARTINEZ, A. L.; RAMOS, G. M. **Governança Corporativa e Earnings Management.** Revista Contemporânea de Contabilidade, Florianópolis, v.1, No. 6, p.143-164, 2006.

MARTINEZ, A. L.; REIS, G. M. R. **Rodízio das firmas de auditoria e o gerenciamento de resultados no Brasil.** RCO, v. 4, n. 10, p. 48-64, set-dez 2010.

MARTINEZ; A. L. **Escolha de práticas contábeis no Brasil:** uma análise sob a Ótica da hipótese dos *covenants* contratuais. 2001. 167f. Tese (Doutor em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2001.

MARTINEZ; A. L. **Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis:** estudo empírico do *Income Smoothing* no Brasil. Revista universo contábil, INSS 1809-3337, Blumenau, Vol. 2, n. 1, p. 09-25, jan/abril 2006.

MARTINEZ; A. L. **Novo mercado, auditoria e gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais.** In: 9º. Congresso de Contabilidade e Controladoria da USP, SÃO PAULO, 2009.

MCCONNELL, J., SERVAES, H. **Additional evidence on equity ownership and corporate value.** Journal of Financial Economics 27, 595–612, 1990.

MCNICHOLS, F. **Research design issues in earnings management studies.** Journal of Accounting and Public Policy, n. 19, p. 313-345, 2000.

MENDONÇA, M. M. *et al.* **O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002:** uma investigação utilizando dados em painel. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8, 2008, São Paulo. Anais... São Paulo, 2008. Trabalhos selecionados. Disponível em: <www.congressosp.fipecafi.org/artigos82008/452.pdf>. Acesso em: Dezembro de 2012.

MONKS, R.; MINOW, N. **Corporate governance.** Cambridge: Blackwell Publishers, 1995.

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, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 77-100, set/dez, 2009.

OCDE, Organization For Economic Co-Operation and Development. **Annual Report**, 2000. Acesso em: < <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/0100331e.pdf?expires=1363882719&id=id&accname=guest&checksum=DB70BF9BEC60BA0BC90DB8F712537BF8>>.

OLIVEIRA, R. M.; LEAL, R. P. C.; ALMEIDA, V. S. **Large pension funds and the corporate governance practices of brazilian companies**. Corporate Ownership & Control / Volume 9, Issue 2, 2012.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1989.

RICHARDSON, V. J. **Information asymmetry and earnings management: some evidence**. Review of Quantitative Finance and Accounting, v. 15, p. 325-347, 2000.

SCHIPPER, K. **Commentary on earnings management**. Accounting Horizons. Sarasota, Vol. 3, p. 91-102, December, 1989.

SHEN, C.; CHIH, H. **Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets**. Corporate Governance: An international Review, v.15 p. 999-1021. 2007.

SHLEIFER, A., VISHNY, R., . **Large shareholders and corporate control**. Journal of Political Economy 94, 461– 488, 1986.

SHLEIFER, A.; VISHNY R. W. “**A Survey of Corporate Governance**.” Journal of Finance, 52(2): 737–83. 1997.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. **Corporate governance and capital markets' reaction to financial statement disclosure**. Revista de Contabilidade e Finanças – USP São Paulo, n. 42, p. 35 - 49, Set./Dez., 2006.

TORRES, D.; BRUNI, A. L.; RIVERA-CASTRO, M.; MARTINEZ, A. L. **Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil**. XXXIII Encontro anual da associação nacional dos programas de pós-graduação em administração, São Paulo, 2009.

TUCKER, J. W.; ZAROWIN, P. A.; **Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?** The Accounting Review, Vol. 81, No. 1, pp. 251–270, 2006.

VERGARA, S. C. **Projeto e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1998.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory: a ten year perspective**. The Accounting Review, v.65, n. 1, p. 131-156, jan. 1990.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L.; **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Prentice Hall of Englewood Cliff, 1986.

WEBB, D. **Institutional investors and the growth of global influence.** International Corporate Governance 10, n°2, 2002.

ZANG, A. Y. **Evidences on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation.** Working paper. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=961293>>. Acesso em: 09 de janeiro de 2011.