

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

RAUL VENTURA JÚNIOR

**POSSIBILIDADE DE RELATÓRIOS FINANCEIROS FRAUDULENTOS E SUA
RELAÇÃO COM A GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS NO BRASIL**

JOÃO PESSOA – PB

2017

RAUL VENTURA JÚNIOR

**POSSIBILIDADE DE RELATÓRIOS FINANCEIROS FRAUDULENTOS E SUA
RELAÇÃO COM A GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), em cumprimento às exigências para a obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Informação Contábil

Linha de pesquisa: Informação Contábil para Usuário Externo

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins

JOÃO PESSOA – PB

2017

V468p Ventura Júnior, Raul.

Possibilidade de relatórios financeiros fraudulentos e sua
relação com a governança corporativa das empresas no Brasil /
Raul Ventura Júnior.- João Pessoa, 2017.
66 f.

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins.
Dissertação (Mestrado) – UFPB/CCSA

1. Governança Corporativa. 2. Relatórios Financeiros
Fraudulentos. 3. M-score. 4. Z-score. I. Título.

UFPB/BC

CDU – 657(043)

RAUL VENTURA JÚNIOR

**POSSIBILIDADE DE RELATÓRIOS FINANCEIROS FRAUDULENTOS E SUA
RELAÇÃO COM A GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB) em cumprimento às exigências para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO EXAMINADORA



Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba
Orientador



Prof. Dr. Paulo Aguiar do Monte
Universidade Federal da Paraíba
Examinador Interno

Prof. Dr. Paulo Roberto da Cunha
Fundação Universidade Regional de Blumenau
Examinador Externo

JOÃO PESSOA - PB

2017

Dedico esta travessia ao meu filho, Luiz Rafael, luz que me traz alegria e ilumina a minha caminhada, e a minha esposa, Ana Flávia, pilar da minha vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos os Professores e a todos aqueles que fazem parte do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis pela dedicação, empenho e demonstração de compromisso com a qualidade do curso. Professores Doutores Edilson Paulo, Paulo Roberto, Wenner Lucena, Paulo Amilton, com os quais tive um magnífico contato durante as disciplinas. Tenho muito orgulho de fazer parte deste Programa como um dos discentes da primeira turma do mestrado, Programa que me ofereceu conhecimentos imensuráveis, fornecendo uma estrutura necessária para que eu possa evoluir na minha caminhada como docente.

Agradeço aos professores que fizeram parte da minha pré-banca, Prof. Dr. Paulo Roberto da Cunha e Prof. Dr. Paulo Aguiar do Monte, pelas valiosas contribuições e críticas realizadas. Sinto um orgulho profundo em receber contribuições tão significantes. Estou aprendendo com cada crítica e evoluindo profissionalmente.

Ao meu amigo e grande profissional Prof. Dr. Felipe Pontes. Tenho muita admiração por você.

Um agradecimento especial ao Prof. Dr. Orleans Martins, uma pessoa paciente, competente, responsável e atenciosa. Aprendi muito sendo seu orientando.

Os meus sinceros agradecimentos a todos os discentes da minha turma. Vocês compartilharam os sofrimentos, as alegrias e os conhecimentos. Um agradecimento especial aos meus irmãos de mestrado Allan Santos e David Medeiros. Nos momentos mais decisivos vocês sempre estavam presentes, com muita energia positiva, deixando o sofrimento da caminhada um pouco mais suave.

Meus agradecimentos vão para todos aqueles que, de forma direta e indireta, contribuíram para que este trabalho fosse finalizado. Ao Centro de Ciências Jurídicas e Sociais da UFCG, Campus de Sousa-PB e a todos os professores e servidores que fazem parte dessa instituição que me faz crescer e me sentir orgulhoso em ser professor universitário. Em especial, ao amigo e colega de trabalho, Prof. Dr. Allan Sarmento, que em momentos de aflição me deu a mão amiga.

Aos meus pais e às minhas irmãs, cunhados e sobrinhos, que sempre se esforçaram para me dar atenção e a estrutura necessária para o meu desenvolvimento. Tenho muita sorte em tê-los ao meu lado.

Por último, agradeço à minha célula familiar, da qual faz parte as minhas crias de quatro patas, Igor e Gaga, o meu amado filho, Luiz Rafael, que veio ao mundo durante o meu mestrado para trazer mais vida à minha existência.

Em especial, agradeço à minha esposa, Ana Flávia, minha companheira fiel, meu talismã, que sempre está ao meu lado, nunca deixando que eu baixe a cabeça e desista dos objetivos que são traçados.

Agradeço ao universo, pela minha existência.

MENSAGEM

“A felicidade não está na estrada que leva a algum lugar.
A felicidade é a própria estrada.”

Bob Dylan

RESUMO

A história recente dos mercados financeiros revela grandes escândalos envolvendo os relatórios financeiros de companhias abertas de renome nos mercados internacionais, os quais resultaram em uma crise de confiança nos mercados de capitais em todo o mundo, trazendo como consequência a diminuição da credibilidade das informações extraídas desses relatórios e o aumento da preocupação com as práticas de governança corporativa dessas empresas. Nesse contexto, o presente estudo tem o objetivo de analisar a relação da Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) com a estrutura de governança corporativa das empresas de capital aberto no Brasil entre os anos de 2010 e 2015. Assim, com base nas Teorias da Agência e da Divulgação, este trabalho foi realizado tendo como amostra um total de 208 empresas com ações negociadas na BM&FBovespa, totalizando 1.890 observações-ano. Os dados econômico-financeiros foram coletados no banco de dados da Thomson Reuters® e os dados sobre governança corporativa foram retirados da base de dados Comdinheiro®. Esta pesquisa adotou uma métrica que indica a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF), identificada a partir da interseção das medidas *Z-score* (que mede a previsibilidade de falência) e *M-score* (que mede a possibilidade da empresa ser manipuladora de resultados). As empresas da amostra ficaram segmentadas com 28,09% classificada com previsibilidade de falência, 23,23% como empresas manipuladoras e 11,01% como fraudadoras de relatórios financeiros. No tocante ao *Z-score*, as variáveis Independência do Conselho de Administração (ICAD), Remuneração do Conselho de Administração (RCAD), Participação de Mulheres no Conselho de Administração (PMCAD) e Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA) foram evidenciadas como elementos de redução da previsibilidade de falência. Já a relação da governança corporativa e o *M-score*, as variáveis Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA) teve relação negativa e significativa com a possibilidade da empresa ser manipuladora. A PRFF possui relação significativa e negativa com o Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA) e Remuneração da Auditoria Externa (RAE), que são diretamente ligadas à elaboração de relatórios financeiros, atendendo a expectativa contida na literatura. Conforme os resultados das regressões utilizando o modelo *Probit* Bivariado, não se confirma a hipótese de que a estrutura da Governança Corporativa pode provocar uma redução no PRFF. Entre as principais contribuições deste estudo à academia, destacam-se suas evidências no mercado brasileiro, o maior mercado emergente da América Latina, vindo a colaborar com a redução da lacuna existente na literatura desse tema. Quanto ao mercado, possibilita aos agentes do mercado brasileiro de capitais tomar suas decisões de investimento com base na estrutura de governança, servindo, também, aos órgãos reguladores acerca de reflexões sobre o papel da Governança Corporativa.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Relatórios Financeiros Fraudulentos; *M-score*; *Z-score*.

ABSTRACT

The recent history of financial market reveals huge scandals involving the financial reports of renowned open companies in the international market, which resulted in a confidence crisis in the capital markets all over the world, bringing as consequence the decrease in the credibility of the information extracted from these reports and the rise of the concerns with corporative governance practices of these undertakings. In this context, the present study has the aim to analyze the relation of the Fraudulent Financial Reports' Likelihood (PRFF) with the corporative governance structure of the open capital companies in Brazil between the years of 2010 and 2015. Therefore, based on the Agency Theory and Disclosure Theory, this work was realized having as sample a total of 208 enterprises with actions negotiated in BM&FBovespa, totalizing 1.890 year-observations (year-comments). The financial-economics data was collected in Thomson Reuters[®] data bank and the corporative governance data were taken from the Comdinheiro[®] data base. This research adopted a metric that suggest the Fraudulent Financial Reports' Likelihood (PRFF), identified from the intersection of the measures of *Z-score* measures (that measure the bankruptcy predictability) and *M-score* (that measures the possibility of the enterprise to be manipulative of results). The companies of the sample were segmented with 28,09% classified wit bankruptcy predictability, 23,23% as manipulative enterprises and 11,01% as financial reports fraudster. In regard to *Z-score*, the variables Administrative Council Independency (ICAD), Administrative Council Remuneration (RCAD), Women Participation in Administrative Council (PMCCAD) and Audit Committee Size (TCA) was evidenced as elements of predictability and bankruptcy reduction. Otherwise, the relation of corporative governance and the *M-score*, the variables Audit Committee Size (TCA) had negative and significant relation with the possibility of the enterprise to be manipulative. The PRFF has significant and negative relation with the Audit Committee Size (TCA) and Extern Audit Remuneration (RAE), which are directly connected to the elaboration of financial reports, attending the expectative contained in the literature. According to the regressions results using the Bivariate *Probit* model, the hypothesis that the Corporate Governance structure can cause a reduction in PRFF is not confirmed. Between the main contributions of this study to the academy, stands out its evidence in the Brazilian market, the biggest emergent market of Latin America, collaborating with the reduction of the blank existing in literature on this theme. As for the market, it enables the Brazilian capital market agents to take their own investment decisions with basis on the governance structure, serving, also, the regulatory bodies with reflections about the role of corporative governance.

Keywords: Corporative Governance; Fraudulent Financial Reports; *M-score*; *Z-score*.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMPGC	Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa
RAE	Remuneração de Auditoria Externa
GAAP	Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICAD	Independência do Conselho de Administração
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
M-score	Manipulação de Resultados
N1	Nível 1
N2	Nível 2
NDCCAD	Não Dualidade de Cargos de Membros do Conselho de Administração
NM	Novo Mercado
NM	Novo Mercado
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ON	Ações Ordinárias
PMCAD	Participação de Mulheres no Conselho de Administração
PN	Ações preferenciais
PRFF	Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos
RCAD	Remuneração do Conselho de Administração
SEC	<i>Securities and exchange commission</i>
TAM	Tamanho da Firma
TCA	Tamanho do Comitê de Auditoria
TCAD	Tamanho do Conselho de Administração
Z-score	Previsibilidade de Falência

LISTA DE FIGURAS E QUADROS

Figura 1 – Identificação da Possibilidade de Relatório Financeiro Fraudulento (PRFF).....	39
Quadro 1 – Comparativo entre os Requisitos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa	32
Quadro 2 – Definição das variáveis utilizadas nesta pesquisa.	41
Quadro 3 - Comparativo das relações esperadas e encontradas entre a PRFF e a estrutura de governança.....	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Frequência das Variáveis Dependentes. 2010-2015.....	42
Tabela 2 - Estatística Descritiva Básica. 2010-2015.	44
Tabela 3 - Matriz de Correlação de Spearman das Variáveis da Pesquisa. 2010-2015.	46
Tabela 4 – Regressão 1: Relação da Previsibilidade de falência (<i>Z-score</i>) com a estrutura de governança. 2010-2015.	48
Tabela 5 – Regressão 2: Relação da Manipulação de Resultados (<i>M-score</i>) com a estrutura de governança. 2010-2015.	50
Tabela 6 – Regressão 3: Relação da PRFF com a estrutura de governança. 2010-2015.....	53

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
1.1. OBJETIVOS.....	14
1.1.1. Objetivo Geral	14
1.1.2. Objetivos Específicos.....	15
1.2. JUSTIFICATIVA	15
2. REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1. TEORIA DA AGÊNCIA E TEORIA DA DIVULGAÇÃO	18
2.2. FRAUDES EM RELATÓRIOS FINANCEIROS.....	20
2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	23
2.3.1. Tamanho do Conselho de Administração	24
2.3.2. Independência do Conselho de Administração.....	25
2.3.3. Remuneração do Conselho de Administração	26
2.3.4. Dualidade de Cargos de CEO e Chairman	27
2.3.5. Participação de Mulheres no Conselho de Administração	28
2.3.6. Tamanho do Comitê de Auditoria	29
2.3.7. Remuneração da Auditoria Externa.....	30
2.3.8. Novo Mercado.....	31
2.4. ESTUDOS ANTERIORES	33
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	36
3.1. AMOSTRA DA PESQUISA.....	36
3.2. IDENTIFICAÇÃO DA PRFF	36
3.3. ANÁLISES DE REGRESSÃO	39
4. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	42
4.1. ANÁLISE DESCRITIVA	42
4.2. ANÁLISE DAS RELAÇÕES	46
5. CONCLUSÕES.....	55
REFERÊNCIAS	58

1. INTRODUÇÃO

No contexto de ambientes corporativos, principalmente com a ampliação e a globalização dos mercados financeiros, a gestão das companhias pode enfrentar frequentes mudanças de detentores de capital (investidores), os quais delegam responsabilidades a gestores para que estes realizem a administração das companhias, objetivando a maximização dos recursos investidos nessas empresas pelos investidores.

No entanto, a delegação dessas responsabilidades pode desencadear problemas que envolvem conflitos de interesses entre os investidores e os gestores. Os gestores (agentes), na execução de suas atribuições, podem usufruir de informações privilegiadas das companhias (*insiders*) trazendo, por meio de atitudes oportunistas, expropriação da riqueza dos acionistas (principais), refletindo em uma assimetria informacional entre essas partes. E este problema de assimetria de informação representa uma discrepância de alcance não só na quantidade, mas também na qualidade da informação, que pode ser alcançada pelos *players* que fazem parte do ambiente do mercado de capitais (JENSEN; MECKLING, 1976).

Akerlof (1970) evidencia o problema da assimetria informacional por meio da ação oportunista *ex ante* pela seleção adversa e *ex post* pelo risco moral, exemplificado por meio dos mercados de carros usados, onde carros bons e carros ruins são vendidos pelo mesmo preço, ocasionando um espiral para baixo na qualidade e no preço dos carros, refletindo a assimetria da informação e as consequências que a falta de informação ou de controle de, pelo menos, uma das partes que pode impactar no mercado.

Dentre os problemas que são desencadeados pela assimetria informacional, destaca-se a fraude, que pode ser ligada a um desvio de conduta, sendo uma prática ilícita e de má fé, de difícil identificação, representando uma situação oportuna daqueles que a executam, objetivando a supremacia dos seus interesses pessoais, independentemente se essa ação trará prejuízo, ou não, aos interesses de terceiros (MURCIA; BORBA; SCHIEHLL, 2008). Quando a fraude envolve as publicações financeiras, as causas estão relacionadas com vários fatores que são executados ao mesmo tempo, sendo um dos mais significativos a pressão sobre a gestão para alcançar melhores resultados, em que executivos modificam os registros com o objetivo principal de esconder o desempenho real da companhia, mantendo dessa forma a sua posição, o seu controle e a sua renda refletida em salários, bônus e ações (WELLS, 2011).

Escândalos financeiros envolvendo relatórios financeiros de companhias de renome, como a WorldCom, a Enron, a Xerox, a Delphi Corporation, a Global Crossing e a Adelphia,

dentre outras, resultaram em uma crise de confiança nos mercados de capitais em todo o mundo, trazendo como consequência a diminuição da credibilidade nas informações extraídas desses relatórios por parte dos usuários desses mercados (CUNHA; SILVA; FERNANDES, 2013).

Como consequência dos escândalos ocorridos principalmente nas décadas de 1990 e 2000, a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) no ano de 2002 foi sancionada de forma unânime perante às autoridades norte-americanas, buscando, dentre outras funções, atestar a fidedignidade das informações contábeis, como também implementar uma governança corporativa que trouxesse aos gestores modernas responsabilidades e sanções, com o objetivo de vedar o surgimento de novos escândalos e fraudes no mercado norte-americano (SANTOS; LEMES, 2007; CUNHA; SILVA; FERNANDES, 2013).

Nesse âmbito, buscando mitigar ou inibir as atitudes oportunistas dos gestores, originadas especialmente da assimetria informacional entre eles e os investidores, Jensen (1993) destaca a estrutura da governança corporativa, que tem grande responsabilidade com a função empresarial e com a percepção de sinais (*red flags*) emitidos pelos controles internos. Para ele, o conselho de administração é um dos pilares dessa estrutura da governança corporativa, deliberando sobre esses sinais que, caso não tratados, podem desencadear uma situação de seleção adversa ou de risco moral. Desta forma, isso pode repercutir na qualidade e/ou quantidade de informações publicadas por meio dos demonstrativos financeiros.

Pela característica de difícil identificação, os impactos das fraudes podem ser maiores em ambientes sem o controle ou o monitoramento dos investidores, o que favorece a sua ocorrência. Sendo assim, podem ser detectados por controles internos que por meio da observação de sinais (*red flags*) trazem a possibilidade de minimizar, ou até evitar, os referidos impactos negativos que os investidores e demais *stakeholders* podem sofrer (RAZALI; ARSHAD, 2014).

No Brasil, escândalos financeiros com grandes empresas ocorrem com certa frequência. Vale destaque para os casos envolvendo o Banco Panamericano, em 2010, a OXG, em 2012, e a Petrobras, em 2014. No caso do Banco Panamericano, o escândalo se relacionava diretamente com os seus relatórios contábeis, já que a referida instituição financeira se utilizava do artifício de considerar as suas carteiras de crédito como ativos. O caso veio à público em 2010, evidenciando consigo a desconfiança na confiabilidade da auditoria externa em identificar fraudes em relatórios financeiros fraudulentos (COELHO *et al.*, 2015).

No tocante à importância das informações extraídas dos relatórios financeiros, principalmente refletidas por aqueles que as utilizam no mercado acionário, a governança

corporativa pode ser uma forma de fazer com que as informações sejam oportunas, de qualidade e de credibilidade (DALMÁCIO; REZENDE, 2008). Desta forma, a governança corporativa pode ser considerada como um meio para mitigar conflitos de interesses, sendo possível entendê-la como uma ferramenta que possa diminuir atitudes oportunistas, podendo ocasionar uma diminuição ou inibição de atitudes que possam deixar os relatórios financeiros das empresas fraudulentos (RAZALI; ARSHAD, 2014; PERERA; FREITAS; IMONIANA, 2014).

Para identificar se uma empresa tem a possibilidade de estar fraudando seus relatórios contábeis, Razali e Arshad (2014) utilizaram uma métrica que considera a previsibilidade de falência e as chances de manipulação de resultados (*accruals*), ao mesmo tempo, já que empresas que estejam em dificuldades financeiras, para continuarem atraindo a atenção do mercado, podem realizar manipulações ilegais em seus relatórios contábeis para melhorarem seus resultados. Neste estudo, parte-se desse pressuposto para identificar a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF).

No que se refere ao estudo da governança corporativa das empresas no Brasil, este estudo considera a relevância regional do número de empresas do mercado de capitais brasileiro frente aos demais países da América Latina. Também, é um fator diferencial o fato de, no Brasil, haver segmentos diferenciados de governança corporativa nos quais são listadas as empresas. Desta forma, a partir dessas motivações, busca-se por estruturas de governança que garantam gestões cada vez mais transparentes e justas, com o objetivo de que seus gestores realizem seus trabalhos de maneira que assegurem às companhias os resultados esperados pelos acionistas.

Com base no exposto, este estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: **qual é a relação da Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos com a estrutura de governança corporativa das empresas no Brasil?**

1.1. OBJETIVOS

1.1.1. Objetivo Geral

Analisar a relação da Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) com a estrutura de governança corporativa das empresas de capital aberto no Brasil entre os anos de 2010 e 2015.

1.1.2. Objetivos Específicos

- a) Analisar a previsibilidade de falência e a possibilidade de manipulação de resultados das companhias de capital aberto no Brasil;
- b) Identificar a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) nas empresas de capital aberto no Brasil;
- c) Averiguar a relação da previsão de falência e da probabilidade de manipulação de resultados com a estrutura de governança corporativa das empresas;
- d) Verificar quais elementos inerentes à estrutura de governança corporativa das empresas influenciam a mitigação da PRFF.

1.2. JUSTIFICATIVA

Os relatos de atitudes fraudulentas que diminuem a reputação do mercado acionário, em nível internacional e nacional, refletem a necessidade de um contínuo estudo sobre essa temática, como também a importância de encontrar e aperfeiçoar meios que possam mitigar ou inibir tal ação oportunista e ilegal, aumentando, desta forma, a credibilidade no mercado de capitais. A importância do estudo na temática da análise da confiabilidade das informações contábeis retiradas dos relatórios financeiros das companhias é relevante para diversos usuários, havendo grande relevância para o mercado, já que os relatórios financeiros devem expor informações apropriadas, para que os usuários sejam capazes de realizar as suas avaliações de risco (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Essa ideia pode ser encontrada na pesquisa de Law (2011), que por sua vez evidencia que os casos de fraude destroem, em todo o mundo, a confiança nas informações financeiras e, por consequência, no mercado financeiro, minando, também, a confiança na própria imagem da profissão contábil. Frente a limitações do mercado financeiro, Beasley (1996), Dechow, Sloan e Sweeney (1996) e McMullen e Raghunandan (1996) identificaram indícios empíricos em seus estudos, apontando que há importância da estrutura de governança corporativa na redução da incidência de informação financeira fraudulenta.

Todavia, Saleh, Iskandar e Rahmat (2005) observam em sua pesquisa que os mecanismos de governança corporativa, na amostra e janela temporal estudadas, não eram suficientemente eficazes à prestação de controle adequada na redução dos incentivos à prática ilícita de fraudar as informações financeiras das empresas na Malásia.

No cenário da América Latina, já que o Brasil é considerado, pela quantidade de empresas, como um mercado financeiro relevante e significativo, trabalhos internacionais investigaram a governança corporativa com diversos fatores, como por exemplo: relacionando-a com a performance das firmas (KLAPPER; LOVE, 2004; GARAY; GONZÁLEZ, 2008); estudando quais motivações as empresas têm para a sua implantação (DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2007); e a relevância dos princípios da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) para a formação de alguns elementos da estrutura da governança corporativa (KITAGAWA; RIBEIRO, 2009).

Vale frisar, também, o estudo de Gonzáles e Garcia-Meca (2013), o qual evidencia que a qualidade da informação contábil é relacionada positivamente com a governança corporativa nos Estados Unidos e na Europa, contudo, essa garantia de contribuição da governança é comprometida pelo ambiente de negócios em que as empresas operam, por haver um marcante controle de propriedade familiar e uma fraca proteção legal, sendo influenciada pelo gerenciamento de resultados.

Fica evidente que na literatura internacional existem resultados mistos que incentivam a continuidade de pesquisas relacionando a estrutura de governança e à possibilidade de fraude, havendo divergência na expectativa que se é depositada à governança corporativa na diminuição ou dissuasão de relatórios financeiros fraudulentos. Assim, este trabalho é contemporâneo, pois os conflitos de interesse, as fraudes e a necessidade de se observar a acurácia das informações financeiras são temas anacrônicos, representados pelos sucessivos casos de escândalos evidenciados periodicamente em níveis nacional e internacional.

Como contribuição à academia, reflete-se em um aumento da literatura nacional e internacional, pois encontraram-se lacunas em pesquisas que não analisaram evidências empíricas sobre a relação da estrutura da governança corporativa das empresas com a possibilidade de fraude em relatórios financeiros. Assim, as evidências aqui encontradas, além de servirem como base de estudo para esses temas, poderão nortear novos estudos.

Como contribuição ao mercado, os resultados empíricos desta pesquisa podem ser úteis às autoridades reguladoras e para outros *stakeholders* utilizarem como referências ao desenvolvimento de melhores práticas de governança corporativa. Ainda, serve aos agentes do mercado brasileiro no auxílio de suas decisões de investimento, levando em consideração a estrutura de governança corporativa das empresas como um instrumento de auxílio à redução dos riscos das empresas.

Este estudo tem como base a pesquisa realizada por Razali e Arshad (2014), que estudou as empresas de capital aberto na Malásia. Todavia, este estudo difere pela sua extensão e amplitude dos resultados apresentados, tendo como foco o maior mercado de capitais da América Latina, o mercado brasileiro. Assim sendo, este trabalho traz maiores reflexões pelo resultado da análise desse mercado, com a possibilidade de levantar discussões sobre elementos da estrutura da governança corporativa, considerando suas questões culturais e legais e as características das empresas desse mercado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. TEORIA DA AGÊNCIA E TEORIA DA DIVULGAÇÃO

As demonstrações contábeis são importantes instrumentos informacionais que podem apresentar a real situação de uma empresa a seus acionistas, já que na maioria das vezes eles não podem ter o mesmo nível de informação que os administradores (ROCHA *et al.*, 2012), podendo, desta forma, ser o mecanismo informacional que pode amenizar ou neutralizar a assimetria informacional. Ainda, levando em consideração que as fraudes em relatórios contábeis podem levar os investidores a prejuízos, sendo uma das principais fraudes a produção de informações imperfeitas e enviesadas, prejudicando desta forma a tomada de decisão dos *stakeholders* e dos *shareholders*, dando origem à assimetria informacional, inviabilizando um mercado informacionalmente eficiente.

Nesta concepção de assimetria informacional, o trabalho seminal de Akerlof (1970) faz uma analogia com o mercado norte-americano de carros usados para demonstrar como a falta de informações por parte de compradores pode tornar o mercado ineficiente, já que o comprador não terá as mesmas informações que o vendedor, sendo este último o detentor da informação privilegiada, acarretando em preços iguais para carros bons ou ruins. Pela insegurança de se adquirir um carro ruim, e não sabendo qual carro é bom, o comprador, para diminuir o seu risco, não oferece um preço elevado, forçando o mercado a baixar cada vez mais o valor dos carros, inclusive dos carros bons. Nesse espiral de quedas de preço dos dois tipos de carros, pode ocorrer o custo da desonestidade, que é a retirada de carros de boa qualidade do mercado.

Posteriormente, Jensen e Meckling (1976) discutiram sobre a teoria da firma, abordando elementos da teoria da agência, da teoria dos direitos de propriedade e a teoria da finança, para desenvolver a teoria da estrutura de propriedade da empresa. No referido trabalho, os autores definem a relação de agência, que é o contrato sobre o qual uma ou mais pessoas, denominada(s) principal(is), detentora(s) do capital, contrata outra pessoa, chamada de agente, para executar serviços especializados, com o objetivo de maximizar os interesses do contratante.

Contudo, essa maximização de interesses do principal é comprometida em detrimento aos interesses pessoais do agente. Para que os interesses continuem alinhados aos seus objetivos, o principal pode limitar divergências, estabelecendo incentivos (*bonding costs*), como também custeando o monitoramento das atitudes do agente. Essa expropriação de interesses do principal é interpretada por Jensen e Meckling (1976) como custo de agência, podendo ser considerada a soma do monitoramento, do *bonding cost* e de perdas residuais (*loss*

residual). E esse problema de agência é associado especialmente a companhias que possuem uma estrutura de propriedade com separação de propriedade e controle, principalmente em cenários onde a propriedade dispersa.

Todavia, o problema de agência não está atrelado exclusivamente na relação entre os gestores e investidores, podendo existir outras relações que envolvam conflitos de interesse e atitudes oportunistas desencadeadas pela assimetria informacional. Pode-se destacar, principalmente para este trabalho, a relação entre os acionistas majoritários e minoritários, já que essa relação conflituosa é bastante evidenciada em estudos que envolvam mercado de países com alta concentração acionária. Essa característica pode desencadear uma alta sobreposição entre propriedade e gestão corporativa, podendo ser encontrada frequentemente nas companhias localizadas na América Latina (KLAPPER; LOVE, 2004; DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2007; KITAGAWA; RIBEIRO; 2009; GONZÁLEZ; GRARCÍA-MECA, 2013).

Ainda, existe a assimetria informacional sofrida pelos investidores externos, já que esses *shareholders* têm a desvantagem de obterem menos informações frente aos investidores internos. Para esse tipo de investidor, os relatórios financeiros e o *disclosure* são considerados importantes meios pelos quais os gestores realizam, de forma consistente, a comunicação da performance e da governança das firmas (HEALY; PALEPU, 2001).

Na literatura sobre evidenciação, Verrecchia (1983) aborda o *disclosure* discricionário, onde se destacam dois atores principais, que vem a ser o gestor de um ativo de risco e o operador de mercado, podendo esse último determinar um preço para o referido ativo. O autor ainda afirma que o conteúdo informacional divulgado, ou não, pelo gestor pode afetar o preço de liquidação de um ativo de risco e que, por meio de demonstrações empíricas, demonstra-se um modelo para delimitar o limiar de divulgação, que é influenciado pelo custo de divulgação do proprietário, como também na influência que o operador de mercado poderá ter com a ausência informacional, pois este mesmo operador poderá interpretá-las em “boas notícias” ou “notícias ruins”, de acordo com as motivações do gestor em ocultá-las.

Outra importante análise realizada na evidenciação de informações contábeis na perspectiva positiva encontra-se no trabalho de Dye (1985), no qual se baseia sobre o princípio da revelação, refletindo o motivo pelo qual leva os gestores a ocultar informações que possam influenciar no valor das ações dos acionistas. O princípio da revelação defende que qualquer contrato pode ser modificado pela implementação de incentivos, para a devida revelação de todas as informações privadas detidas pelas partes, sem afetar o recebimento dessas.

Baseado no princípio da revelação, Dye (1985) legitima duas teorias: a teoria em que assume que os acionistas escolhem contratos com seus gerentes, induzindo estes a não evidenciarem informações que não são protegidas; e a que sustenta a hipótese do princípio da revelação não satisfazer a remuneração do administrador, em muitos contextos envolvidos.

Dye (1985) simulou que cada empresa divulgará sua informação completamente para distinguir-se de outras firmas com informações piores e considerou três motivos pelos quais os gerentes falham em evidenciar suas informações não protegidas (*nonproprietary*). O primeiro motivo é baseado nas condições de que o conhecimento dos investidores sobre as informações dos gestores é incompleto. O segundo motivo segue das observações que esses gestores têm uma vasta gama de informações privadas, algumas das quais podem ser protegidas (*proprietary*), já que informações *nonproprietary* podem não ser divulgadas se elas estiverem fazendo parte de um conjunto de informações. O terceiro motivo está relacionado ao problema agente-principal entre acionistas e administradores, onde o modelo que suporta este último motivo estabelece que as divulgações podem agravar este problema de agência.

2.2. FRAUDES EM RELATÓRIOS FINANCEIROS

Apesar de os relatórios financeiros serem uma das principais referências para extração de informações que trarão subsídios para a tomada de decisões, as fraudes que envolvem esses relatórios nas últimas décadas, em específico nos mercados norte-americano (que serve como grande referência por conta de sua influência e porte) têm gerado uma série de críticas sobre a contabilidade pela atuação ilícita dos elaboradores das informações contábeis de algumas empresas. A partir das fraudes contábeis se tem desencadeado efeitos financeiros negativos sobre o mercado de capitais, afetando as decisões de investimento de *stakeholders* e *shareholders*, impactando a economia dos países com a geração de desconfiança e levando à falência de empresas e, por conseguinte, o surgimento de demissões, como no caso da Enron (MURCIA; BORBA, 2005).

A partir da década de 2000, as divulgações de escândalos envolvendo empresas, como a Parmalat, em 2003, e a WorldCom, em 2002, também trouxeram a exposição da fragilidade que o mercado pode sofrer por conta das fraudes contábeis executadas por seus gestores e demais responsáveis pela emissão das informações distorcidas (efeito *smoothing*), vinculando essa atitude como a chamada contabilidade criativa (ou *creative accounting*), ocasionando a

diminuição da qualidade e da confiabilidade dos relatórios financeiros (MURCIA; BORBA, 2005).

Os casos de fraude envolvendo relatórios financeiros e os impactos que esses atos podem trazer para o mercado resultou em um forte debate sobre como as informações financeiras são geradas e sobre transparência, dado que essas atitudes ilícitas são reflexos de elementos comportamentais, abrangendo a ética, a moral e a boa-fé, que são partes fundamentais para a correta atuação de qualquer profissional (SILVA, 2007). Por essa razão, também é possível relacionar a ocorrência de fraudes nos relatórios financeiros aos desvios de comportamento dos gestores.

Esses desvios de comportamento estão relacionados com o problema agente-principal, já que, na existência de indícios de risco moral, haverá necessidade, por parte da firma, de monitoramentos constantes, para que se possa tomar atitudes que evitem propagações de fraudes, como por exemplo a relacionada com os relatórios financeiros fraudulentos. Esse raciocínio é alinhado ao estudo de Perera, Freitas e Imoniana (2014), que relata que a assimetria informacional pode ser relacionada como o núcleo dessas fraudes corporativas, sendo a responsável pelo aparecimento de oportunidades do agente (risco moral) em perpetuar ações fraudulentas.

Aliada a isso, Comer (1998) já demonstrava que o surgimento de um ambiente propício para a perpetuação da fraude não está relacionado apenas aos sistemas de controle das empresas, mas também relacionado com a sensibilidade da administração em perceber a ocorrência dessas ações oportunas. Nesse sentido, espera-se que a estrutura da governança corporativa possibilite que essas patologias, em específico, as fraudes contábeis, possam ser expostas e discutidas.

Para Murcia e Borba (2005) as fraudes contábeis são aquelas realizadas com o objetivo de beneficiar as companhias, realizadas com maior frequência por gestores ou executivos da firma, por meio da evidenciação de relatórios financeiros fraudulentos, aumentando os resultados positivos e repercutindo positivamente no mercado acionário. Ainda, conforme os autores, as fraudes contábeis diferenciam-se das fraudes gerenciais, pois estas são realizadas contra a organização e executadas pelos colaboradores, por meio do uso ilícito de recursos da companhia.

Para delimitação do estudo, esta pesquisa tem ênfase na observação da relação dos relatórios financeiros fraudulentos com a estrutura da governança corporativa, mesmo havendo a possibilidade, ao mesmo tempo, da execução dos dois tipos de fraude em uma empresa. Ainda, alinhado ao trabalho de Razali e Arshad (2014), para que se consiga delimitar qual empresa é

considerada uma potencial fraudadora de relatórios financeiros, haverá que incidir, de forma simultânea, a previsibilidade eminente de falência da empresa com a possibilidade desta mesma empresa ser uma manipuladora (gerenciadora de resultados).

Para sustentação da afirmativa de que empresas fraudulentas são aquelas que têm fortes indícios de gerenciamento de resultados e, ao mesmo tempo, estar na eminência de falência, alguns estudos apontam que:

- a) Alguns mecanismos de Governança Corporativa de empresas que estão em fase de rejuvenescimento são mais desenvolvidos que na fase de declínio, podendo influenciar na mitigação de possíveis conflitos de agência e no fortalecimento do processo de comunicação e transparência (CARPES, 2015);
- b) A qualidade da divulgação pode estar relacionada à situação econômica da firma (HOLDER-WEBB; COHEN, 2007);
- c) O gerenciamento de resultados ou contabilidade criativa pode abranger a manipulação de resultados, possibilitando a adoção de distorções da real imagem pela possibilidade de ser modificada para o atendimento de interesses exclusivos do(s) gestor(es), ou da própria entidade, (NIYAMA; RODRIGUES; RODRIGUES, 2015);
- d) O gerenciamento de resultados pode ser considerado como uma verdadeira fraude (SCHIPPER, 1989; NASER, 1993; LEVITT, 1998; HEALY; WAHLEN, 1999; TZUR; YAARI, 1999; CHTOUROU; BÉDARD; COURTEAU, 2001; MILLER; BAHNSON, 2002; MULFORD; COMISKEY, 2002).

Neste contexto, é oportuno explicar sobre os termos Manipulação de Informações Contábeis e Gerenciamento de Informações Contábeis. O gerenciamento de informações contábeis ocorre no momento em que os administradores (agentes) se utilizam de escolhas contábeis, com o objetivo de modificar informações, influenciando, desta forma os analistas (PAULO, 2007).

De forma mais abrangente, a manipulação das informações contábeis pode ser definida como um agrupamento de práticas realizadas pelos administradores mediante a seleção de práticas contábeis ou de modificações das atividades operacionais cotidianas da companhia, ocasionando na intervenção proposital nas informações contábeis. Percebe-se que a manipulação de resultado é gênero e o gerenciamento de resultado é uma espécie da manipulação. Tanto uma quanto o outro têm mesmo o objetivo, que é de influenciar as

avaliações do desempenho das entidades, como também inferir nas relações contratuais que estejam ligadas às informações contábeis (PAULO, 2007).

2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa pode ser um meio pelo qual haja uma solução para os conflitos de interesses entre o agente e o principal, sendo um vetor de orientação dos princípios básicos de transparência, por meio da divulgação das informações contábeis (PELEIAS; SEGRETI; COSTA, 2009), sendo, conforme Martins e Paulo (2014), muito importante para diminuição da assimetria informacional presente nas negociações do mercado acionário.

Com foco no estudo de países emergentes, Claessens e Yurtoglu (2013) fez uma revisão dos estudos recentes sobre os aspectos de governança corporativa, sendo obtidos resultados que evidenciam que a divulgação voluntária e os mecanismos de governança têm efeito menor em países com sistemas de governança mais fracos.

Para o levantamento da estrutura da governança corporativa das empresas brasileiras neste trabalho, levam-se em consideração elementos que podem influenciar na possibilidade de relatórios financeiros fraudulentos, sendo eles: o tamanho do conselho de administração (ALZOUBI; SELAMAT, 2012; RAZALI; ARSHAD, 2014), a remuneração média anual do conselho de administração (OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007; HERMALIN; WEISBACH, 2012), a não dualidade de cargos de CEO e *Chairman* do conselho de administração (CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009; IBGC, 2015) e a participação de membros independentes e da mulher no conselho de administração (RAZALI; ARSHAD, 2014; IBGC, 2015). O comitê de auditoria e a auditoria externa, que são importantes para detecção de *red flags* (indícios de fraudes), sendo considerado, também como parte da estrutura da governança de uma organização.

Vale frisar que essas variáveis podem ser divididas em três dimensões: a dimensão “Conselho de Administração”, para aqueles elementos que representam as características relacionadas aos conselhos de administração; a dimensão “Auditoria”, para aqueles elementos que servem como *proxy* para o controle interno, a qualidade e a independência das auditorias das empresas; e a dimensão “Controle”, representada pelas variáveis de controle.

2.3.1. Tamanho do Conselho de Administração

O conselho de administração possui o poder supremo na tomada de decisão, pois têm o mais alto nível de controle de uma organização (FAMA; JENSEN, 1983). Ainda, Alzoubi e Selamat (2012) evidenciam a importância do conselho como catalizador em assegurar o sucesso da organização, onde relatam que os membros do conselho são responsáveis no estabelecimento de objetivos e estratégias organizacionais, aliando-os aos interesses dos acionistas, como também, no contexto das informações financeiras, sendo eles responsáveis pela transparência e credibilidade das demonstrações financeiras.

A presença ou não da segregação entre propriedade e controle torna-se, também, relevante na definição de objetivos e estratégias organizacionais, já que na ausência de um acionista controlador, no momento em que a propriedade é separada do controle, os gestores adquirem maior autonomia nas operações da companhia (BEBCHUK; FRIED, 2003). Dentro desse raciocínio a estrutura da governança corporativa pode fornecer mecanismos que permitam uma melhor segurança dos interesses dos acionistas, fazendo com que os gestores obedeçam aos parâmetros de interesses dos detentores de capital.

Há na literatura de finanças estudos que relacionam essas características de assegurar interesses por meio da diminuição da assimetria informacional, como o tamanho do Conselho e a eficácia do controle nas empresas, sugerindo que quanto menor seja o Conselho, melhor controle tem a empresa, pois são mais fáceis de administrar e os conselheiros têm maior eficácia na comunicação entre os membros, reduzindo potenciais mal-entendidos (ALZOUBI; SELAMAT, 2012; ABBOTT; PARKER; PETERS, 2004).

Ainda, no tocante ao quantitativo do conselho de administração, recomenda-se um quantitativo não superior a 08 (oito) ou 09 (nove) conselheiros, como também que os tamanhos dos conselhos não sejam muito pequenos ou muito grandes, pois os extremos podem ser ineficazes, já que podem trazer problemas de responsabilidades. Ou seja, menos responsabilidades são tomadas em grandes conselhos e uma sobrecarga de responsabilidades são tomadas em pequenos conselhos (RAZALI; ARSHAD, 2014; VAFEAS, 2005; LIPTON; LORSCH, 1992). Contudo, existem trabalhos que vão de encontro a esses resultados, aumentando a necessidade de se fazer uma pesquisa mais aprofundada e em um contexto diferente dos estudos empíricos já realizados, como é o caso dos trabalhos de Abbott, Park e Parker (2000) e Sukeecheep, Yarram e Al Faraque (2013), que não acharam relação estatística significativa entre tamanho do conselho e a qualidade dos relatórios contábeis.

No trabalho de Holtz e Neto (2014), após a análise de 207 empresas de capital aberto no Brasil, constatou-se que o número mínimo de membros no conselho foi de 3 (três) conselheiros. Desta forma, para que não se alcance os extremos, e atendendo os preceitos de não sobrecarga de responsabilidade e de melhor comunicação entre os conselheiros, neste estudo se considera como um indicador de melhor prática de governança corporativa o fato de a empresa possuir um número entre 05 (cinco) a 09 (nove) membros em seu conselho de administração.

2.3.2. Independência do Conselho de Administração

Para a definição do que vem a ser membros independentes, Razali e Archad (2014) consideram que são aqueles enquadrados como não executivos, isto é, os indivíduos pertencentes ao conselho que estão fora da organização. Esta independência do membro do conselho de administração pode refletir o não envolvimento no dia a dia operacional da organização, mas o referido membro deve estar próximo do time de executivos, a fim de obter informações e conhecimentos sobre a companhia (SILADI, 2006).

Ainda, de acordo com Razali e Arshad (2014), esse não envolvimento no dia a dia operacional da organização reflete na não submissão a pressões internas existentes na estrutura da companhia, sendo esses membros mais propensos a agirem de forma alinhada aos interesses dos investidores, podendo diminuir, desta forma, a incidência de assimetria informacional.

Sendo assim, evidencia-se a importância de um conselho de administração independente, característica que é considerada uma boa prática de governança corporativa, já que a independência reforça a eficácia do conselho de administração, pois esta independência de membros não executivos é fundamental no papel de examinar o papel da gestão da organização (SILADI, 2006).

Fazendo frente a essa ideia, estudos anteriores (SHARMA, 2004; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003; KLEIN; 2002) demonstram esse reforço de eficácia no acompanhamento do papel da gestão, quando identificaram uma relação negativa entre a independência de membros não executivos no conselho de administração com a possibilidade de gerenciamento de resultados.

Outros elementos podem ser observados no tocante à eficácia de um conselho de administração, como, por exemplo, a necessidade de um conselho balanceado. Este balanceamento enseja qualidades e experiências inerentes aos membros dos conselhos, onde

essa ampla gama de habilidades e experiências são importantes para se alcançar operações e gestões mais eficazes, como também, contribuindo para que os membros não executivos e independentes possam trazer discussões saldáveis e debates com os membros executivos do conselho, auxiliando na minimização e dissuasão da ocorrência de fraudes (SILADI, 2006).

Para Beekes, Pope e Young (2004) os conselheiros *insiders*, com vínculo empregatício na empresa, podem exercer atitudes comprometidas, por questões de reflexo da sua lealdade ao diretor executivo (CEO), já que existem interesses de manutenção de seus respectivos empregos na organização, impactando em uma baixa qualidade informacional nos relatórios financeiros. Fazendo valer essa ideia, resultados de pesquisas anteriores (BEASLEY, 1996; CRUTCHLEY; JENSEN; MARSHALL, 2007; ALVES, 2011) mostram evidências de que deve ser levado em consideração, para mecanismos eficazes de governança corporativa para evitar gerenciamento de resultados, o conselho de administração e sua respectiva estrutura, como também, Razali e Arshad (2014) consideram em sua pesquisa que a composição do conselho é um dos eficazes mecanismos da governança corporativa para reduzir o problema de agência, aumentando a qualidade da informação financeira.

Portanto, neste estudo, assume-se como indicador de melhor prática de governança corporativa o fato de a empresa possuir um alto índice de membros do conselho de administração considerados independentes.

2.3.3. Remuneração do Conselho de Administração

Outro elemento relevante para que haja um alinhamento dos objetivos dos acionistas com os dos gestores é a remuneração executiva. Desta forma, a remuneração pode ser atrelada com o resultado das atividades operacionais da companhia, em um período delimitado, servindo de incentivo para que o gestor se motive para contribuir em um incremento de riqueza para o acionista, em comparação à uma remuneração executiva exclusivamente fixa.

Observa-se no estudo de Oliva e Albuquerque (2007) que existem evidências que apontam que a remuneração executiva pode servir de suporte à estrutura de governança corporativa, pelo seu relacionamento com a remuneração do conselho de administração. Bebchuk e Fried (2003) identifica que os diretores que fazem parte do conselho de administração são detentores de motivações para a perpetuação de seus cargos, seja por meio do *status* social, da remuneração do cargo, como também da rede de relacionamento, dando a possibilidade, nesse último elemento, de nomeações dos componentes do conselho de

administração para empresas do mesmo grupo. Com essas características, os conselheiros obtêm motivações para favorecer a administração da empresa, detendo, as suas remunerações como poder de barganha, influenciando na elaboração do contrato de remuneração.

Dentro do tema remuneração executiva e informações financeiras, Hermalin e Weisbach (2012) verificaram que os aumentos obrigatórios na divulgação poderiam, em parte, ser explicados pelos recentes aumentos, tanto na remuneração do CEO, quanto pelas taxas de rotatividade dos mesmos.

A remuneração do conselho de administração, para que contribua ao alinhamento dos objetivos e se evite conflitos de interesses, deve ser proporcional, dentre outros fatores, aos riscos da atividade, ao valor gerado para a organização e ao acúmulo de funções, como *chairman* ou na participação de comitês para que dessa forma, destacando-se para este estudo a qualificação dos membros (IBGC, 2015). Portanto, nesta pesquisa, assume-se como indicador de melhor prática de governança corporativa o fato de a empresa conceder uma maior remuneração aos membros do conselho de administração.

2.3.4. Dualidade de Cargos de CEO e *Chairman*

A dualidade de cargos é um elemento que deve ser observado na estrutura da governança corporativa quando se deve observar o monitoramento da administração pelos membros do conselho, já que, geralmente, esses membros podem ter carreiras em andamento fora da companhia, como também na participação de outros conselhos, comprometendo a sua exclusiva dedicação, refletindo na qualidade da análise das questões da empresa (BEBCHUK; FRIED, 2004). Fora a dedicação, outro problema de análise das questões da empresa, também evidenciado no trabalho de Bebhuk e Fried (2004), é que o conselho de administração tem limitações na intervenção das decisões corporativas realizadas pelo CEO (*Chief Executive Officer*) naquilo que envolva o alinhamento dos interesses dos agentes com os principais.

Ainda, caso o CEO acumule a função de presidente (*chairman*) do conselho de administração ou simplesmente ocupar uma cadeira no referido órgão poderá ocasionar uma concentração de poder gerencial para o CEO, possibilitando decisões unilaterais, como, por exemplo, influenciar algumas decisões do Conselho para a aceitação de remunerações independentemente atreladas ao desempenho operacional da corporação ou colocando o valor dessas remunerações acima de um patamar considerado razoável (CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009).

Conforme o IBGC (2015), no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (CMPGC), é recomendada a segregação das funções, com o objetivo de se evitar a concentração de poder pelo diretor-presidente, como também de não comprometer a obrigação do conselho de administração de supervisionar o CEO. Portanto, neste estudo, assume-se como indicador de melhor prática de governança corporativa o fato de a empresa não possuir dualidade de cargos de CEO e *Chairman*.

2.3.5. Participação de Mulheres no Conselho de Administração

A participação de mulheres no conselho de administração também é um elemento considerado relevante para o estudo da estrutura da governança corporativa, em específico na composição do conselho de administração, havendo a possibilidade de estar relacionada com a alternativa de sinalizar uma vantagem adicional aos acionistas (MADALOZZO, 2011; MARTINS *et al.*, 2012).

É relatado por Zhang, Zhu e Ding (2013) e Boulouta (2013) que, quando existem mulheres no conselho de administração, o desempenho social desses membros tende a alcançar melhores resultados, mesmo essa presença se mostrando limitada por determinados fatores estruturais. Para Sheridan e Milgate (2005), a participação da mulher no conselho de administração pode representar, para a mulher, um histórico profissional forte, uma boa percepção de fundamentos de negócios e contratos, como também uma bom *network* para almejar boas posições no conselho de administração, já que para isso é necessária uma boa visibilidade na companhia detentora do conselho.

No código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2015), recomenda-se para uma melhor qualidade do conselho de administração a pluralidade não só de competências, mas também de gênero, refletida em políticas que propiciem oportunidades iguais, tanto para mulheres quanto para homens. Ainda, conforme o código do IBGC (2015), o conselho de administração é classificado como um órgão colegiado, no qual o seu desempenho está relacionado ao respeito à compreensão de características individuais entre os seus membros, resultando em debates mais ricos e, como consequência, em tomadas de decisões mais seguras e com melhor qualidade.

Portanto, neste estudo, assume-se como indicador de melhor prática de governança corporativa o fato de a empresa possuir um elevado percentual de participação de mulheres no conselho de administração em relação ao total de membros.

2.3.6. Tamanho do Comitê de Auditoria

No tocante aos controles internos da empresa, o comitê de auditoria é um importante elemento, que também está inerente na estrutura da governança corporativa, para a observação da independência e integridade dos relatórios financeiros das organizações, conforme preceitua a seção 301 da Lei *Sarbanes-Oxley* (LAW, 2011), podendo, inclusive, identificar indícios dessa importância no trabalho de Coram, Ferguson e Moroney (2006) que o referido comitê pode ser um instrumento de prevenção de gerenciamento de resultados.

Relacionada à preocupação da execução dos trabalhos do comitê de auditoria, pesquisas identificam que monitoramentos abrangentes e eficazes por parte dos comitês de auditoria reduzem a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF), como também, houve a identificação da relação da experiência financeira dos membros no aumento da capacidade de monitoramento, havendo, como consequência a qualidade dos relatórios financeiros (CORAM; FERGUSON; MORONEY, 2006; DYCK; MORSE; ZINGALES, 2010; LAW, 2011).

Além da *expertise*, outra característica do comitê de auditoria que pode ensejar a diminuição do gerenciamento de resultados e o melhoramento da qualidade dos relatórios financeiros é a frequência dos encontros dos membros do comitê. Essa atitude aumentaria a cautela na execução dos trabalhos dos participantes do referido comitê (ABBOTT; PARK; PARKER, 2000; BEASLEY, *et al.*, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003; ABBOTT; PARKER; PETERS, 2004; RAZALI; ARSHAD, 2014).

Alguns trabalhos internacionais identificam que a independência do comitê de auditoria tem relação com baixos gerenciamentos de resultados (ABBOTT; PARK; PARKER, 2000; KLEIN, 2002; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003; ABBOTT; PARKER; PETERS, 2004; BÉDARD; CHTOUROU; CORTEAU, 2004; AGRAWAL; CHADHA, 2005; DAVIDSON; GOODWIN-STEWART; KENT, 2005) e para Razali e Arshad (2014) um comitê de auditoria independente é capaz de promover uma avaliação e julgamento imparciais, como também um monitoramento da gestão de forma mais eficiente.

Outro elemento importante inerente às características do comitê de auditoria é o seu tamanho. O IBGC (2015) não estabelece o quantitativo de membros necessários para um bom funcionamento do comitê de auditoria, apenas cita que a existência desse comitê em uma organização já é considerada como uma boa prática de governança corporativa, sendo a sua atuação classificada como de apoio ao conselho de administração. Mas, algumas pesquisas (YANG; KRISHNAN, 2005; KEN; ROUTLEDGE; STEWARD, 2010) demonstram que a

característica “tamanho do comitê de auditoria” influencia na qualidade das demonstrações financeiras, pois, quanto maiores forem os comitês, maior será a diversidade de conhecimentos presentes para a eficácia dos trabalhos do comitê de auditoria.

Alguns estudos empíricos revelam a necessidade do comitê ter no mínimo (03) três membros e que a sua maioria seja indicada por diretores não executivos independentes, contribuindo para que os relatórios financeiros sejam emitidos com informações de qualidade (ABBOTT; PARKER; PETERS, 2004; VAFEAS, 2005; HUANG; THIRUVADI, 2010; MOHIUDDIN; KARBHARI, 2010).

Portanto, nesta pesquisa, assume-se como indicador de melhor prática de governança corporativa o fato de a empresa possuir um número mínimo de 03 (três) membros em seu comitê de auditoria.

2.3.7. Remuneração da Auditoria Externa

A auditoria externa é um importante elemento de controle que a empresa se utiliza para averiguar a qualidade dos demonstrativos emitidos pela companhia, já que os auditores são importantes para os usuários das informações contábeis, sendo a representação de um agente externo à organização, com atuação independente, refletindo em uma imparcialidade e isenção na análise do objeto auditado (SILVA; BRAGA; LAURENCEL, 2009; SANTOS *et al.*, 2013; SANTANA *et al.*, 2014).

Para o alcance do objetivo de trazer uma melhor informação gerada pelas demonstrações contábeis, os auditores podem ajudar no bom funcionamento do mercado de capitais pela redução da assimetria informacional, já que a detecção de *red flags* (bandeiras vermelhas), por parte das auditorias externas, pode ser uma forma de diminuição de ambientes favoráveis para que a realização de fraudes (MURCIA; BORBA; SCHIEHL, 2008).

A qualidade da auditoria, isto é, a capacidade de um auditor identificar irregularidades e, ao mesmo tempo, ter independência no seu trabalho para relatar, em seu parecer, a falha encontrada (WATTS; ZIMMERMAN, 1983; ARRUÑADA, 1997; BRAUNBECK, 2010), pode ser observada por várias *proxies* (BRAUNBECK, 2010). Uma delas se dá por meio da análise do valor dos honorários de auditoria. Trabalhos empíricos, relacionando a qualidade e os honorários da auditoria, foram realizados desde a década de 1980. DeAngelo (1981) sustenta a hipótese de que existem incentivos nas empresas de auditoria de maior porte para oferta de serviços de qualidade diferenciada, em que maiores honorários estariam relacionados com melhores especializações.

Francis (1984) expõe que em um mercado competitivo, onde existe a hipótese de que serviços de auditoria com melhores qualidades serão cobrados valores de honorários mais altos, pela análise da oferta e demanda. Sendo assim, o autor analisou, no mercado australiano de auditoria, diferentes incentivos para que o auditor tenha independência no seu trabalho, como também observou as preferências de incentivos dos tomadores dos serviços de auditoria, isto é, os clientes. Observou-se que, na diferenciação do serviço prestado pelos honorários de auditoria, em um mercado competitivo, como também pela demanda por diferenciação, maiores firmas de auditoria exigem honorários mais elevados.

Neste mesmo raciocínio, Carson (2009) estudou escritórios globais de auditoria especializados no segmento industrial. Entende-se como escritórios globais àqueles que têm estímulos para fomentar uma network de especialistas globais, ofertando conhecimentos especializados. No referido estudo existe a sustentação de hipóteses de que esses mesmos incentivos para oferta de serviços com melhores qualidades estão relacionados às melhores especializações, que, por conseguinte, refletem em cobranças de honorários mais elevados.

Portanto, neste estudo, assume-se como indicador de melhor prática de governança corporativa o fato de a empresa realizar uma maior remuneração à empresa de auditoria independente.

2.3.8. Novo Mercado

Observando as iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança corporativa das empresas no Brasil, é notória a importância da criação, em 2000, dos níveis diferenciados de governança corporativa pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo (BM&FBOVESPA).

Com o advento dos níveis diferenciados, criou-se um ambiente em que as empresas transcendem as exigências da Lei das Sociedades por Ações, já que o objetivo dessa classificação é a adequação, de forma voluntária pelas empresas, a requisitos relacionados à boa prática de governança corporativa exigidos pela BM&FBovespa (BM&FBOVESPA, 2017). Com isso, as empresas podem ser classificadas em Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), onde o Nível 1 tem o menor número de requisitos a serem atendidos e Novo Mercado o maior, conforme a Quadro 1, abaixo.

Quadro 1 – Comparativo entre os Requisitos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa NM, N2 e N1

REQUISITOS	NOVO MERCADO	N2	N1
Características das Ações Emitidas.	Permite a existência somente de ações ON.	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais).	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação).
Concessão de <i>Tag Along</i>.	100% para ações ON.	100% para ações ON e PN.	80% para ações ON (conforme legislação).
Vedação a disposições estatutárias.	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas".		Não há regra.
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 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos.
Obrigações do Conselho de Administração.	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra.
Demonstrações Financeiras.	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação.
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico.	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento.		Conforme legislação.
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.	Obrigatório.		Facultativo.
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>).	No mínimo 25% de <i>free float</i> .		
Distribuições públicas de ações.	Esforços de dispersão acionária.		
Vedação à acumulação de cargos.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).		
Reunião pública anual.	Obrigatória.		
Calendário de eventos corporativos.	Obrigatório.		
Divulgação adicional de informações.	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.		

Fonte: BM&FBOVESPA (2017).

Quando uma organização é classificada como Novo Mercado, subentende-se que a mesma atende a um número maior de exigências, demonstrando para os *players* do mercado uma melhor adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* de vanguarda, quando comparado ao que se é exigido pela legislação, refletindo em um grau maior de proteção ao investidor (SILVA, 2016).

Contribuindo para esta ideia, estudos empíricos identificam que as empresas classificadas no Novo Mercado podem demonstrar uma menor assimetria informacional, como também evidenciam que empresas pertencentes ao novo mercado podem mitigar, mas não impedir o gerenciamento de resultado, principalmente para se evitar a divulgação de prejuízos (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012; PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014).

Portanto, neste estudo, assume-se como indicador de melhores práticas de governança corporativa o fato de a empresa estar classificada como Novo Mercado.

2.4. ESTUDOS ANTERIORES

A percepção contida em estudos anteriores no tocante à relação da estrutura da governança corporativa com o combate às fraudes financeiras ocorrem desde décadas passadas. Na década de 1990, como exemplos de pesquisas internacionais, tem-se o trabalho de Beasley (1996), no qual estudou a hipótese de que o membro independente do conselho de administração poderia diminuir a probabilidade de demonstrações financeiras fraudulentas. Para isso, aplicou-se uma amostra de 150 indústrias, sendo a metade da amostra com fraudes já confirmadas e a outra metade formada por empresas que não tiveram envolvimento com fraudes. Para testar a hipótese aplicou-se uma regressão *logit*, onde os resultados indicaram a não rejeição da hipótese, já que empresas não fraudadoras tinham uma porcentagem significativa maior de membros externos no conselho do que empresas fraudadoras.

Dechow, Sloan e Sweeney (1996) investigaram firmas subordinadas ao cumprimento de ações contábeis pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) por terem violado os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos (GAAP). Com esta amostra, pesquisou-se sobre a relação entre a manipulação contábil e as fraquezas internas da estrutura da governança corporativa. Os resultados demonstram que essas empresas são: (1) mais propensas a terem membros do conselho de administração submissos aos gestores, dualidade de cargos do CEO com *Chairman* e o CEO ser o mesmo fundador da empresa; (2) menos propensas a terem comitê de auditoria e *outside blockholder* (isto é, grandes diretores que não são funcionários da empresa).

Beasley *et al.*, (2000) analisaram as estruturas de governança corporativa em três segmentos industriais norte-americano nas áreas de tecnologia, serviços financeiros e serviços em saúde. No comparativo com empresas fraudadoras e não fraudadoras da amostra, os resultados demonstraram que as empresas fraudadoras evidenciaram fragilidades nos mecanismos de governança, destacando a pouca existência de comitês de auditoria, baixa independência nos comitês de auditoria e nos conselhos de administração, baixa frequência nas reuniões do comitê de auditoria e baixo apoio de auditoria interna.

Agrawal e Chadha (2005) fizeram um estudo da influência da estrutura da governança corporativa na probabilidade de republicação de relatórios financeiros das empresas norte-

americanas. Evidenciou-se que a probabilidade de republicação é menor em empresas cujos conselhos ou comitês de auditoria possuem um diretor independente e com experiência financeira. Por outro lado, a probabilidade aumenta quando a empresa possui um diretor executivo pertencente à família fundadora.

Chen *et al.*, (2006) observaram que a estrutura de propriedade se relaciona com a ocorrência de fraudes no mercado da China. Os resultados obtidos evidenciam que as características corporativas são importantes, entretanto, o tipo de proprietário se mostra menos importante nessa relação. O estudo mostra grande relação entre a presença de conselheiros externos, o número de reuniões do conselho e o mandato do presidente, com a ocorrência de fraudes.

Elementos inerentes às características da empresa podem influenciar na qualidade dos relatórios contábeis, já que em estudos empíricos (DECHOW; GE; SCHRANDO, 2010; BYARD; WEINTROP, 2006) várias *proxies* podem estar associadas à qualidade da informação contábil, dentre elas o tamanho da empresa. Ainda relacionado às características da empresa, o tamanho da empresa pode influenciar a qualidade da informação contábil no que tange ao atraso da publicação das demonstrações financeiras, repercutindo na qualidade da informação contábil, já que se espera que quanto maior o porte, maior será a capacidade da auditoria independente (CUNHA; PLETSHC; SILVA, 2015).

Levando em consideração a possibilidade de o gerenciamento de resultados indicar uma possibilidade de fraudes, vale destacar a pesquisa realizada por González e García-Meca (2013), na qual faz um estudo sobre a relação da governança corporativa das empresas não-financeiras de capital aberto latino-americanas (Brasil, México, Argentina e Chile) com o comportamento de gerenciamento de resultados, nos anos de 2006 a 2009. Dentre os resultados alcançados, observou-se, em relação ao gerenciamento de resultados, que: tamanhos elevados de conselhos de administração têm uma relação positiva, enquanto sua independência tem uma relação negativa com o gerenciamento.

Arshad, Razali e Bakar (2014) examinaram 227 empresas de capital aberto da Malásia, no período de 2010 a 2011, relacionando a governança corporativa com a habilidade da companhia de maximizarem os seus lucros, salvaguardando a integridade dos seus relatórios financeiros. Para isso, os autores utilizaram da integração dos índices *Z-score* e *M-score*. Como conclusão do estudo, atribuiu-se relação positiva e significativa entre o monitoramento pela independência dos diretores não executivos e pelo comitê de auditoria no impacto positivo da performance empresarial.

Razali e Arshad (2014) analisaram as relações entre a estrutura de governança corporativa e a probabilidade de relatório financeiro fraudulento no mercado da Malásia, tendo encontrado evidências de que a eficácia da estrutura de governança corporativa reduzir a probabilidade de relatório fraudulento, sendo a governança corporativa essencial para reforçar a credibilidade das informações financeiras.

Sendo assim, com a finalidade de observar o impacto da estrutura de governança corporativa como uma ferramenta de monitoramento das práticas de relatórios financeiros fraudulentos em empresas no Brasil, formam-se as hipóteses de pesquisa deste estudo:

H₁: A Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos tem uma relação negativa com a estrutura de governança corporativa das empresas no Brasil, no que se refere à dimensão do conselho de administração.

H₂: A Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos tem uma relação negativa com a estrutura de governança corporativa das empresas no Brasil, no que se refere à dimensão de auditoria.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção são evidenciadas as métricas para captação da Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) e da estrutura de governança corporativa, assim como o modelo que serve para estudar a relação entre elas, com as suas respectivas variáveis.

3.1. AMOSTRA DA PESQUISA

A amostra deste trabalho é representada por 314 empresas de capital aberto no Brasil que disponibilizaram todas as variáveis necessárias para a realização do estudo por, pelo menos, um ano. Foram excluídas desta amostra as empresas que não divulgaram informações necessárias para a realização da pesquisa, como também empresas do setor financeiro, já que elas apresentam significativas diferenças na sua estrutura financeira, o que enviesaria a análise. Após isso, a amostra foi reduzida para 208 empresas, totalizando 1.451 observações-ano.

Os dados econômico-financeiros foram coletados no banco de dados da Thomson Reuters® e os dados sobre governança corporativa foram retirados da base de dados Comdinheiro®. A janela temporal de 06 (seis) anos foi compreendida pelo período de 2010 a 2015, já que em 2010 foi o primeiro ano de aderência do *full IFRS (International Financial Reporting Standards)* pelas empresas de capital aberto no Brasil. O ano de 2016 não foi estudado pois, até data de conclusão deste trabalho, os relatórios financeiros do respectivo ano não tinham sido divulgados.

Adotou-se o modelo de dados em painel desbalanceado, posto que o quantitativo de empresas da amostra final não se repetiu ao longo dos seis anos analisados. Para a organização dos dados, houve o auxílio de planilhas eletrônicas, pelo qual os dados foram empilhados (em *Pooled*), como também foram utilizados *softwares* estatísticos para as análises estatísticas dos dados.

3.2. IDENTIFICAÇÃO DA PRFF

Esta pesquisa adota a métrica para a medição que indica a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF), com a finalidade de se construir a variável dependente do modelo. Para isso, são utilizadas as métricas *Z-score* (que mede a previsibilidade de falência) e *M-score* (que mede a possibilidade de a empresa ser manipuladora de resultados). Assim, a

PRFF é identificada pela interseção entre o *Z-score* e o *M-score*. Tais métricas são evidenciadas por Altman (1968) e por Beneish (1999), respectivamente, tendo sido utilizadas em diferentes estudos que relacionam a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos à governança corporativa (OMAR *et al.*, 2014; ARSHAD; RAZALI; BAKAR, 2014, RAZALI, ARSHAD, 2014; ARIS, *et al.*, 2015).

O *Z-score* desenvolvido por Altman (1968) é usualmente aplicado em estudos acerca da previsão de falência (ALTMAN, 1968, 2000; ARSHAD; RAZALI; BAKAR, 2014; RAZALI; ARSHAD, 2014; OMAR *et al.*, 2014; ARIS *et al.*, 2015). Conforme Silva *et al.* (2012), o *Z-score* mais confiável para a previsibilidade de falências em empresas brasileiras é a métrica desenvolvida por Altman, Baydia e Dias (1979), sendo utilizados os valores extraídos das demonstrações financeiras das companhias da amostra, conforme Equação 1.

$$Z = -1,84 - 0,51X_1 + 6,32X_3 + 0,71X_4 + 0,53X_5 \quad (1)$$

Em que,

Z = Pontuação obtida pela empresa no *Z-score*;

X_1 = Ativo Circulante – Passivo Circulante / Ativo Total;

X_3 = Lucros Antes de Juros e de Impostos (EBIT) / Ativo Total;

X_4 = Valor de Mercado da empresa (número de ações emitidas vezes a última cotação em bolsa) / Exigível Total; e,

X_5 = Vendas / Ativo Total.

Quando na Equação 1 o valor de Z for superior a zero ($Z > 0$), isso indica que a firma estudada está no grupo cujo perfil revela a perspectiva de continuidade de suas operações. Caso a firma tenha um *Z-score* inferior a zero ($Z < 0$), isto a indica como detentora de características semelhantes às empresas com problemas de continuidade (ALTMAN; BAYDIA; DIAS, 1979). Na primeira regressão deste estudo, este indicador foi transformado em uma variável *dummy* que assumiu valor 1 (um) quando $Z \leq 0$, e valor 0 (zero) quando $Z > 0$.

Para o cálculo do *M-score* é utilizada a Equação 2, conforme Beneish (1999), que busca identificar nas empresas da amostra seu potencial de manipulação de resultados.

$$M = -4,84 + 0,920DSRI + 0,528GMI + 0,404AQI + 0,892SGI + 0,115DEPI - 0,172SGAI - 0,327LVGI + 4,679ACCRUALS \quad (2)$$

Em que,

M = Pontuação obtida pela empresa no *M-Score*;

$DSRI = (\text{Contas a receber}_t / \text{Receita}_t) / (\text{Contas a receber}_{t-1} / \text{Receita}_{t-1})$;

$GMI = (\text{Margem Bruta}_t) / (\text{Margem Bruta}_{t-1})$;

$AQI = \{1 - [(\text{Ativo Circulante}_t + \text{Imobilizado}_t) / \text{Ativo Total}_t]\} / \{1 - [(\text{Ativo Circulante}_{t-1} + \text{Imobilizado}_{t-1}) / \text{Ativo Total}_{t-1}]\}$;

$SGI = \text{Receita}_t / \text{Receita}_{t-1}$;

$DEPI = [\text{Depreciação}_t / (\text{Depreciação}_t + \text{Imobilizado}_t)] / [\text{Depreciação}_{t-1} / (\text{Depreciação}_{t-1} + \text{Imobilizado}_{t-1})]$;

$SGAI = (\text{Despesas com vendas e administrativa}_t / \text{Receita}_t) / (\text{Despesas com vendas e administrativas}_{t-1} / \text{Receita}_{t-1})$;

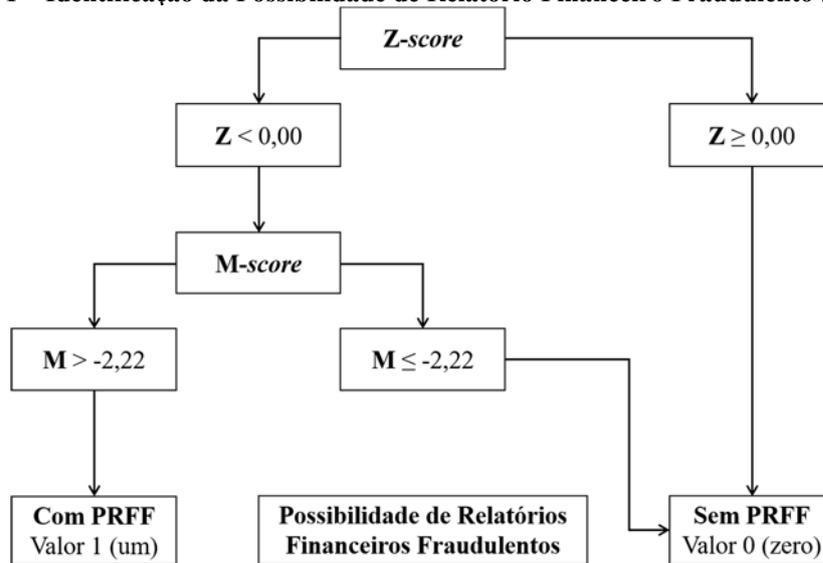
$LVGI = (\text{Dívidas de Curto e Longo prazo}_t / \text{Ativo Total}_t) / (\text{Dívidas de Curto e Longo Prazo}_{t-1} / \text{Ativo Total}_{t-1})$; e,

$ACCRUALS = [(\text{Lucro Líquido}_t - \text{Caixa das Operações}_t) / \text{Ativo Total}_t] / [(\text{Lucro líquido}_{t-1} - \text{Caixa das Operações}_{t-1}) / \text{Ativo Total}_{t-1}]$.

Quando na Equação 2 o valor de M for maior que -2,22 ($M > -2,22$), isso representa um sinal de alerta, indicando que existe uma possibilidade de manipulação de resultados na empresa (BENEISH, 1999; RAZALI; ARSHAD, 2014). Na segunda regressão deste estudo, esse indicador foi transformado em uma variável *dummy* que assumiu valor 1 (um) quando $M \leq -2,22$, e valor 0 (zero) quando $M > -2,22$.

Após os cálculos do *Z-score* e do *M-score* foi identificada a Possibilidade de Relatório Financeiro Fraudulento (PRFF) por meio de outra variável *dummy* que assumiu o valor 1 (um) quando, ao mesmo tempo, a empresa esteve no grupo com maior previsibilidade de falência ($Z < 0,00$) e no grupo de potencial manipuladora de resultados ($M > -2,22$), e assumiu o valor 0 (zero) nos casos contrários (se a empresa não estivesse em, pelo menos, um desses grupos). A Figura 1 demonstra a classificação desta, que foi a variável dependente da terceira regressão.

Figura 1 – Identificação da Possibilidade de Relatório Financeiro Fraudulento (PRFF)



Fonte: Elaboração própria, com base em Razali e Arshad (2014).

3.3. ANÁLISES DE REGRESSÃO

Com a finalidade de se testar a hipótese de pesquisa, isto é, verificar a relação da Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) com as características da estrutura da governança corporativa das empresas da amostra, este estudo utiliza o modelo de regressão *Probit* Bivariado, com dados em um painel, desbalanceado em *Pooled* (dados empilhados). Assim, considerando as variáveis de estrutura de governança corporativa e a variável de controle “tamanho da empresa”, estima-se a Equação 3 para verificar suas relações com a previsibilidade de falência (*Z-score*), com a manipulação de resultados (*M-score*) e com a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF).

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TCAD_{i,t} + \beta_2 ICAD_{i,t} + \beta_3 RCAD_{i,t} + \beta_4 NDCCAD_{i,t} + \beta_5 PMCA_{i,t} + \beta_6 TCA_{i,t} + \beta_7 RAE_{i,t} + \beta_8 NM_{i,t} + \beta_9 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que,

$Y_{i,t}$ = na regressão 1 é o *Z-score*, que representa a previsibilidade de falência da empresa i no ano t ; na regressão 2 é o *M-score*, que representa a possibilidade de manipulação de resultados da empresa i no ano t ; e na regressão 3 é a PRFF, que representa a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos da empresa i no ano t ;

$TCAD_{i,t}$ = Tamanho do conselho de administração da empresa i no ano t , medido pelo número de conselheiros;

$ICAD_{i,t}$ = Independência do conselho de administração da empresa i no ano t , medido pelo número de conselheiros independentes;

$RCAD_{i,t}$ = Remuneração do conselho de administração da empresa i no ano t , medida pelo valor total da remuneração dos conselheiros dividido pelo ativo total da empresa;

$NDCAD_{i,t}$ = Não dualidade de Cargos de do conselho de administração da empresa i no ano t , medida por uma variável *dummy* que assume valor 1 (um) para o caso de não se encontrar dualidade e 0 (zero), caso contrário;

$PMCAD_{i,t}$ = Proporção da quantidade de mulheres no conselho de administração da empresa i no ano t , medida pelo número de mulheres dividido pelo total de membros;

$TCA_{i,t}$ = Tamanho do comitê de auditoria da empresa i no ano t , medido pelo número de membros no conselho de auditoria;

$RAE_{i,t}$ = Remuneração da auditoria externa da empresa i no ano t , medida pelo valor total pago às firmas de auditoria dividido pelo ativo total da empresa;

$NM_{i,t}$ = Listagem da empresa i no ano t no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, medida por uma variável *dummy* que assume valor 1 (um) para o caso da empresa ser listada nesse segmento e 0 (zero), caso o contrário.

$TAM_{i,t}$ = Tamanho da empresa i no ano t , medido pelo logaritmo do seu ativo total.

O Quadro 2 realiza uma exposição das variáveis utilizadas na Equação 3, para uma melhor visualização da relação esperada das variáveis com a PRFF.

Quadro 2 – Definição das variáveis utilizadas nesta pesquisa.

Sigla da Variável	Dimensão	Relação Esperada	Definição	Medição
Z-score	Variáveis de Interesse		Previsibilidade de Falência	Conforme modelo de Altman, Baydia e Dias (1979).
M-score			Manipulação de Resultados	Conforme modelo de Beneish (1999).
PRFF			Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos	Interseção do Z-score e do M-score (RAZALI; ARSHAD, 2014).
TCAD	Conselho de Administração	-	Tamanho do Conselho de Administração	Número total de conselheiros administrativos (RAZALI; ARSHAD, 2014).
ICAD		-	Independência do Conselho de Administração	Percentual de membros independentes em relação ao total de conselheiros (RAZALI; ARSHAD, 2014)
RCAD		-	Remuneração do Conselho de Administração	Remuneração média prevista para o conselho de administração, ponderada pelo Ativo Total (IBGC, 2015).
NDCCAD		-	Não Dualidade de Cargos de Membros do Conselho de Administração	Verificação da não dualidade de cargos de CEO e <i>Chairman</i> do conselho de administração (IBGC, 2015).
PMCAD		-	Participação de Mulheres no Conselho de Administração	Percentual de mulheres em relação ao total de conselheiros (IBGC, 2015).
TCA	Auditoria	-	Tamanho do Comitê de Auditoria	Número total de membros do comitê de auditoria (KEN; ROUTLEDGEA; STEWARD, 2010).
RAE		-	Remuneração de Auditoria Externa	Remuneração das firmas de auditoria externa ponderada pelo Ativo Total (BRAUNBECK, 2010).
NM	Controle	-	Novo Mercado	Verificação se a empresa é classificada, pela BM&FBOVESPA, como Novo Mercado (IBGC, 2015).
TAM		-	Tamanho da Firma	Logaritmo natural do valor contábil do ativo total (CUNHA; PLETSHC; SILVA, 2015).

Fonte: Elaboração própria, com base em Razali e Arshad (2014).

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Conforme exposto na seção metodológica, a amostra desta pesquisa é composta pelas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para os dados econômico-financeiros, utilizou-se a base de dados Thompson Reuters[®], e os dados relacionados à governança corporativa foram retirados da base de dados Comdinheiro[®], em que houve a exploração de 314 empresa não-financeiras. Após a tabulação dos dados e estimativas dos modelos, restaram à amostra final 203 empresas com dados disponíveis para as análises. Dessa forma, as análises são apresentadas a seguir como: análise descritiva e análise das relações.

4.1. ANÁLISE DESCRITIVA

A análise dos resultados inicia-se com as estimativas das variáveis de interesse deste estudo, sendo elas: a previsibilidade de falência (*Z-score*), a manipulação de resultados (*M-score*) e a possibilidade de relatórios financeiros fraudulentos (PRFF). Na Tabela 1 são apresentadas as frequências e os percentuais das empresas para essas variáveis, no período de 2010 a 2015, indicando o perfil das empresas analisadas.

Tabela 1 - Frequência das Variáveis Dependentes. 2010-2015

Variável	Frequência (N)		Percentual (%)	
	Não (0)	Sim (1)	Não (0)	Sim (1)
<i>Z-score</i>	1.359	531	71,91	28,09
<i>M-score</i>	1.451	439	76,77	23,23
PRFF	1.682	208	88,99	11,01

Fonte: Dados da Thonson Reuters[®] e Comdinheiro[®]. Notas: em que, *Z-score* é a previsibilidade de falência, *M-score* é a manipulação de resultados; e PRFF é a possibilidade de relatório financeiro fraudulento.

Observa-se que, da totalidade de observações-ano analisadas, no decorrer do período estudado, cerca de 28,09% dos casos houve indícios de previsibilidade de falência, já que se encontraram com características de empresas com problemas de continuidade (*Z-score* < 0). Por outro lado, nas demais observações (71,91%) não observaram indícios suficientes para atestar a sua previsibilidade de falência (*Z-score* ≥ 0), conforme métrica desenvolvida por Altman, Baydia e Dias (1979).

Em relação ao perfil de empresas que são caracterizadas como manipuladoras de resultados, nota-se que em cerca de 23,23% das observações-ano foram encontrados indícios de companhias classificadas como manipuladoras (*M-score* > -2,22), conforme apontam Beneish (1999) e Razali e Arshad (2014). Por outro lado, em cerca de 76,77% das observações

analisadas não foram encontrados tais indícios ($M\text{-score} \leq -2,22$). Assim como na previsibilidade de falência ($Z\text{-score}$), é natural esperar que haja menor frequência de companhias manipulando seus resultados, tendo em vista a continuidade das empresas e a regulação do mercado de capitais no Brasil.

No tocante à Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF), isto é, de haver indícios de possibilidade de falências e de serem manipuladoras dos seus resultados ao mesmo tempo ($Z\text{-score} < 0$ e $M\text{-score} > -2,22$), na minoria das observações-ano (11,01%) puderam ser encontradas evidências dessa possibilidade. Por outro lado, em 88,99% dos casos essa possibilidade não foi identificada. Este resultado é inferior àquele encontrado por Razali e Arshad (2014) no mercado da Malásia, onde a PRFF foi de 21%. Isto sugere que, guardadas as devidas limitações de comparação devido à diferença temporal, regional e cultural, no Brasil as empresas apresentaram menor possibilidade de fraude em seus relatórios do que as empresas na Malásia.

Ressalta-se, ainda, que tais estatísticas apenas indicam chances de ocorrência de falência ($Z\text{-score}$), de manipulação de resultados ($M\text{-score}$) e de fraude em relatórios financeiros (PRFF). São indícios observados a partir de modelos econômico-financeiros que apenas buscam aproximar uma complexa realidade. Por isso, não é intenção deste estudo apontar as empresas que estão em processo de falência ou mesmo fraudando seus relatórios.

A Tabela 2 demonstra as estatísticas descritivas das variáveis que representam a estrutura de governança corporativa das empresas e da variável de controle “tamanho da empresa”. Nela as remunerações de auditoria externa e de conselho de administração foram ponderadas pelo ativo total, para que houvesse uma melhor comparabilidade entre as empresas com diferentes tamanhos. Desta forma, verifica-se por meio da média e da mediana um maior pagamento de honorários às firmas de auditoria externa (11,01% do ativo total) em comparação com a remuneração média paga aos membros do conselho de administração (1,71% do ativo).

O Tamanho do Conselho de Administração (TCAD) teve uma variação de 1 (um) a 24 (vinte e quatro) membros, sendo representado por uma média/mediana de 7 (sete) membros, estando de acordo com o tamanho observado no referencial como ideal para uma boa estrutura de governança corporativa, ou seja, entre 5 e 9 membros (LIPTON; LORSCH, 1992; VAFEAS, 2005; RAZALI; ARSHAD, 2014). Destaca-se, ainda, que 14 (quatorze) empresas, no decorrer dos 6 (seis) anos de estudo, apresentaram um tamanho de conselho de administração com 1 (um) ou 2 (dois) membro (s), mesmo que estas sejam obrigadas a ter um número mínimo de 3 (três) membros, de acordo com a Lei Nº 6.404/1976.

A Independência do Conselho de Administração (ICAD) e a Participação de Mulheres no Conselho de Administração (PMCAD) tiveram ponderação com o total de membros dos respectivos conselhos de administração das empresas, buscando uma melhor comparabilidade. A ICAD apresentou uma média de 18,45%, demonstrando uma baixa representatividade de membros independentes nos conselhos. Esse índice pode determinar problemas na governança corporativa, abrindo espaço para fragilidades como o desalinhamento dos interesses entre investidores e gestores, aumentando as chances de assimetria nas informações (RAZALI; ARCHAD, 2014), podendo levar ao comprometimento da qualidade da informação contábil (BEASLEY, 1996; CRUTCHLEY; JENSEN; MARSHALL, 2007; ALVES, 2011).

Tabela 2 - Estatística Descritiva Básica. 2010-2015.

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TCAD	7,0487	7,0000	2,7430	1,0000	24,0000
ICAD	0,1845	0,1428	0,2059	0,0000	1,0000
RCAD	0,0171	0,0009	0,1447	0,0000	5,1470
NDCCAD	0,7808	1,0000	0,4137	0,0000	1,0000
PMCAD	0,0806	0,0625	0,0857	0,0000	0,6666
TCA	0,8336	0,0009	1,4723	0,0000	7,0000
RAE	0,1101	0,0138	1,0132	0,0000	30,1156
NM	0,3947	0,0000	0,4889	0,0000	1,0000
TAM	21,4907	21,6926	2,2252	10,8159	29,3852

Fonte: Dados retirados da base de dados Comdinheiro[®]. Notas: em que, PRFF é a probabilidade de relatório financeiro fraudulento, TCAD é o tamanho do conselho de administração, ICAD é a independência do conselho, RCAD é a remuneração do conselho, NDCCAD é a não dualidade de cargos de membros do conselho de administração, PMCAD é a participação de mulheres no conselho de administração, TCA é o tamanho do conselho de administração, RAE é a remuneração de auditores externos, NM é novo mercado e TAM é o tamanho da empresa.

Ainda, conforme Tabela 2, a Participação das Mulheres no Conselho de Administração (PMCAD) foi baixa, pois apenas cerca de 8,06% dos membros dos conselhos são do gênero feminino, diminuindo, ainda mais, quando desconsideramos os *outliers* analisamos a mediana (6,25%). Dessa forma, esse elemento da estrutura de governança se alinha com a literatura nacional, demonstrando uma das formas do efeito teto de vidro (*glass ceiling*) nas organizações (WEYER, 2007), devido a fatores como o preconceito no ambiente empresarial (TESTON; FILIPPIM, 2016). Mesmo sendo uma característica da governança corporativa brasileira (VACCARI; BEUREN, 2017), este índice pode refletir em uma desvantagem aos acionistas, devido ao comprometimento do alcance de melhores desempenhos sociais (MADALOZZO, 2011; MARTINS *et al.*, 2012; ZHANG; ZHU; DING, 2013; BOULOUTA; 2013).

A Não Dualidade de Cargos de *CEO* e *Chairman* (NDCCAD), variável *dummy* que capta a segregação, ou não, dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo nas empresas da amostra. Conforme a estatística descritiva, não há acúmulo de cargos em 78,08% das observações-ano analisadas. Isto é, em apenas 21,92% dos casos houve a dualidade. Com isso, nota-se que na maioria das companhias os diretores e os presidentes dos conselhos de administração possuem dedicação específica às suas funções, evitando a concentração de poder e decisões unilaterais (BEBCHUK; FRIED, 2004; BEEKES; YOUNG, 2004; CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009).

O Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA), organismo importante na revisão de práticas e relatórios contábeis nas empresas, contou com uma variação de 0 (zero) a 7 (sete) membros, coincidindo com o tamanho máximo encontrado em trabalhos nacionais (CUNHA *et al.*, 2013; AMORIM *et al.* 2016). Quando analisada a totalidade da amostra, observa-se um baixo número de membros por empresa, já que a média demonstra menos de 1 (um) membro para cada firma, diminuindo ainda mais quando se analisa a mediana, com nenhum membro por organização. Isso acontece devido à não obrigatoriedade desse comitê durante o período analisado. Assim, a baixa existência de comitês de auditoria nas empresas é um indicativo de fragilidade nas estruturas de governança corporativa das empresas no Brasil, já que o tamanho mínimo indicado pela literatura é de no mínimo 3 (três) membros por firma (ABBOTT; PARKER; PETERS, 2004; VAFEAS, 2005; HUANG; THIRUVADI, 2010; MOHIUDDIN; KARBHARI, 2010;).

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação de Spearman entre as variáveis, haja vista que os dados não apresentaram uma distribuição normal (FIELD, 2009). Destaque merece ser dado às correlações entre as variáveis de interesse desta pesquisa, uma vez que a correlação entre a PRFF e o *Z-score* (0,563), entre a PRFF e o *M-score* (0,639) e entre o *Z-score* e o *M-score* (0,236) foram positivas e estatisticamente significativas, o que reforça a modelagem apontada por Razali e Arshad (2014) e utilizada neste estudo.

Quanto às demais correlações com a PRFF, conforme o exposto na tabela, identifica-se que em todas as relações houve baixa correlação, já que, pela análise das extremidades dos coeficientes, a variável Tamanho da Empresa (TAM) se destaca com o maior coeficiente de correlação com a PRFF (0,159). Já a correlação entre a Remuneração do Conselho de Administração (RCAD) foi negativa e significativa em (-0,121). Esta baixa correlação é esperada pela não normalidade dos dados, indicando evidências de heterocedasticidade entre as variáveis, sendo essa característica presente em dados binomiais (FIELD, 2009).

O Tamanho do Conselho de Administração (TCAD) e a Não Dualidade de Cargos de Membros do Conselho (NDCCAD) tiveram correlações positivas e significantes (0,144 e 0,081, respectivamente), indo de encontro com o esperado, pois quanto maiores forem essas estruturas de governança corporativa, maiores serão as suas contribuições para o aumento da PRFF. Por outro lado, as variáveis Participação de Mulheres no Conselho de Administração (PMCAD) e Remuneração da Auditoria Externa (RAE) tiveram correlações negativas e significantes (-0,055 e -0,069, respectivamente), corroborando com a literatura. Tais resultados são aprofundados na análise de regressão.

Tabela 3 - Matriz de Correlação de Spearman das Variáveis da Pesquisa. 2010-2015.

	Z-score	M-score	PRFF	TCAD	ICAD	RCAD	NDCCAD	PMCA	TCA	RAE	NM
M-score	0,236***										
PRFF	0,563***	0,639***									
TCAD	0,144***	0,092***	0,103***								
ICAD	-0,002	0,148***	0,039	0,215***							
RCAD	-0,121***	-0,011	-0,113***	-0,145***	0,099***						
NDCCAD	0,081***	0,093***	0,069***	0,317***	0,205***	-0,029					
PMCAD	-0,055**	-0,030	-0,035	0,065***	-0,102***	0,007	0,059**				
TCA	0,018	-0,025	-0,006	0,297***	0,234***	-0,058**	0,139***	-0,024			
RAE	-0,069***	0,032	-0,007	-0,305***	-0,046	0,181***	-0,071***	0,014	-0,177***		
NM	-0,006	0,166***	0,041	0,165***	0,607***	0,119***	0,206***	-0,058**	0,174***	0,018	
TAM	0,159***	0,069***	0,125***	0,567***	0,253***	-0,276***	0,271***	-0,026	0,431***	-0,499***	0,158***

Fonte: Dados retirados das bases de dados Thompson Reuters® e Comdinheiro®. Notas: em que, *Z-score* é a previsibilidade de falência, *M-score* é a manipulação de resultados, PRFF é a possibilidade de relatório financeiro fraudulento, TCAD é o tamanho do conselho de administração, ICAD é a independência do conselho, RCAD é a remuneração do conselho, NDCCAD é a não dualidade de cargos de membros do conselho de administração, PMCAD é a participação de mulheres no conselho de administração, TCA é o tamanho do conselho de administração, RAE é a remuneração de auditores externos, NM é novo mercado e TAM é o tamanho da empresa. ** Significante a 5% e *** a 1%.

As demais variáveis não apresentaram correlações significantes com a Probabilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) e, por isso, não foram objeto de análise.

4.2. ANÁLISE DAS RELAÇÕES

Para analisar as relações da Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) com a estrutura de governança corporativa das empresas, foram estimados modelos de regressão *Probit* Bivariado com dados em painel balanceado, sendo os dois primeiros como teste de robustez, relacionando a previsibilidade de falência (*Z-score*) e a possibilidade de manipulação de resultados (*M-score*) com as práticas de governança, para, em seguida, analisar as relações dessas práticas com a PRFF.

A Tabela 4 demonstra os resultados da primeira regressão, a fim de verificar as relações das práticas de governança com a previsibilidade de falência, em que o modelo *Probit* Binomial robusto foi significativo (Qui-quadrado = 66,9767) e teve um poder explicativo de cerca de 3,85%. Mesmo com um baixo poder explicativo, destaca-se o modelo é relevante à esta análise, haja vista que seu objetivo é identificar as relações entre as variáveis, e não realizar previsões.

A variável Tamanho do Conselho de Administração (TCAD) apresentou relação positiva e significativa (0,0379) com a previsibilidade de falência, indicando que o aumento do conselho tende a estar relacionado com o aumento do *Z-score*. De forma semelhante, a Não Dualidade de Cargos de CEO e *Chairman* (NDCCAD) teve relação positiva e significativa (0,1655), demonstrando que quando o CEO e o *Chairman* não acumulam os cargos, há maior previsibilidade de falência. O Tamanho da Empresa (TAM) também teve uma relação positiva e significativa (0,0703) com a variável dependente *Z-score*. Desta forma, na amostra analisada o aumento de tais variáveis indica aumento das chances de falência (mesmo atendendo aos parâmetros de boa governança) não coincidindo com alguns trabalhos empíricos que validam a possibilidade do tamanho do conselho, a não dualidade de cargos (ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013; ANDRADE *et. al.*, 2009; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003) e o tamanho da companhia (ANDRADE *et. al.*, 2009) terem uma relação positiva com o desempenho das empresas de capital aberto no Brasil.

Tabela 4 – Regressão 1: Relação da Previsibilidade de falência (*Z-score*) com a estrutura de governança. 2010-2015.

$$Z_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TCAD_{i,t} + \beta_2 ICAD_{i,t} + \beta_3 RCAD_{i,t} + \beta_4 NDCCAD_{i,t} + \beta_5 PMCA_{i,t} + \beta_6 TCA_{i,t} + \beta_7 RAE_{i,t} + \beta_8 NM_{i,t} + \beta_9 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z	p-valor
Constante	-2,2533	0,4846	-4,6500	0,0001 ***
TCAD	0,0379	0,0151	2,5165	0,0119 **
ICAD	-0,4926	0,2188	-2,2519	0,0243 **
RCAD	-4,4375	2,3247	-1,9088	0,0563 *
NDCCAD	0,1655	0,0950	1,7426	0,0814 *
PMCAD	-1,0937	0,5032	-2,1734	0,0297 **
TCA	-0,0604	0,0272	-2,2189	0,0265 **
RAE	0,1198	0,0959	1,2492	0,2116
NM	0,0202	0,0873	0,2315	0,8169
TAM	0,0703	0,0238	2,9512	0,0032 ***
R ² de McFadden	0,0385		Critério de Schwarz	1744,6130
R ² ajustado	0,0270		Critério de Akaike	1691,8130
Log Verossimilhança	-835,9064		Critério Hannan-Quinn	1711,5150
Qui-quadrado	66,9767***			

Fonte: Dados retirados das bases de dados Thompson Reuters® e Comdinheiro®. Notas: modelo *Probit* Bivariado estimado com dados em painel, em que *Z-score* é a previsibilidade de falência, TCAD é o tamanho do conselho de administração, ICAD é a independência do conselho de administração, RCAD é a remuneração do conselho de administração, NDCCAD é a não dualidade dos cargos de membros do conselho de administração, PMCAD é a participação de mulheres no conselho de administração, TCA é o tamanho do comitê de auditoria, RAE é a remuneração de auditores externos, NM é a listagem no novo mercado e TAM é o tamanho da empresa. * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Por outro lado, os demais aspectos inerentes ao Conselho de Administração tiveram coeficientes negativos e significantes. As variáveis Independência do Conselho de Administração (ICAD) com coeficiente de -0,4936, Remuneração do Conselho de Administração (RCAD) com coeficiente de -4,4375, Participação de Mulheres no Conselho de Administração (PMCAD) com coeficiente de -1,0937, demonstram que quanto maiores forem a independência, a remuneração e a participação das mulheres nos conselhos, menores serão as chances das empresas terem complicações na continuidade operacional, corroborando com trabalhos anteriores (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; ANDRADE *et. al.*, 2009; ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013).

Outro elemento que teve uma relação negativa e com significância com o *Z-score* é o Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA), com um coeficiente de -0,0604. Uma explicação para essa relação pode estar atrelada com a contribuição do referido controle interno com a qualidade dos relatórios financeiros, que por sua vez pode contribuir para que a gestão tome decisões mais acertadas, impactando na continuidade operacional.

De forma mais abrangente, os coeficientes positivos e negativos das variáveis da estrutura de governança das empresas, tiveram relações diversas, com significância estatística variadas com o *Z-score*, condizendo, desta forma, com os resultados distintos sobre a relação entre a governança corporativa e desempenho econômico-financeiros das empresas (BOZEC; BOZEC, 2012; MACEDO; CORRAR, 2012; LIMA *et al.*, 2015; REZENDE; DALMÁCIO, 2015; MARANHÃO; FONSECA; FREGA, 2016). Ainda, conforme tabela 4, as demais variáveis não foram estatisticamente significantes.

Na Tabela 5 são apresentadas as relações das práticas de governança com a possibilidade de manipulação de resultados (*M-score*), modelo que também foi significativo estatisticamente (Qui-quadrado = 68,3324) e com poder explicativo de cerca de 4,31%. De forma semelhante ao ocorrido com o modelo anterior, como o objetivo do modelo é apenas identificar as relações, a magnitude do R^2 não é empecilho.

As variáveis Não Dualidade de funções de CEO e presidente do Conselho de Administração (NDCCAD), Novo Mercado (NM) e Tamanho da Empresa (TAM) apresentaram relações positivas e significantes com a variável dependente *M-score*, com coeficientes de 0,1884, 0,4199 e 0,0624, respectivamente. Isso posto, pode-se dizer que um maior porte da empresa, a não dualidade dos membros e o atendimento às exigências de classificação no Novo Mercado são características que podem ser observadas nas empresas que possivelmente mais manipulam seus resultados, indo de encontro à literatura.

Conforme exposta nas relações estudadas, a presença da não dualidade nas empresas da amostra pode ensejar em um aumento nas chances das mesmas serem classificadas como manipuladoras. Este resultado vai de encontro com a literatura pertinente (IBGC, 2015; CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009), na qual demonstra que a não dualidade pode representar uma menor incidência de assimetria informacional por meio dos mecanismos de proteção aos acionistas, uma vez que a presença da dualidade está associada à concentração de poder pelo diretor/presidente, ocasionando em decisões unilaterais. Uma possível explicação para que a não dualidade tenha uma relação positiva com o *M-score*, pode estar na interpretação de que pessoas diferentes podem facilitar a manipulação, uma vez que o CEO pode buscar aumentar seus resultados e o *Chairman* não conseguir identificar essas manipulações.

Em relação à classificação das empresas nos diferenciados níveis de governança corporativa, o resultado desta pesquisa reforça os achados de trabalhos empíricos que apontam que empresas classificadas no Novo Mercado podem mitigar, mas não impedir o gerenciamento de resultado, principalmente para se evitar a divulgação de prejuízos (MOREIRAS; TAMBOSI

FILHO; GARCIA, 2012; PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014). Já o tamanho não atende aos achados empíricos da literatura, pois, conforme as pesquisas de Dechow, Ge e Schrand, 2010 e BYARD; WEINTROP, 2006 o tamanho das empresas pode estar associado positivamente com a qualidade da informação contábil.

Contudo, a admissão dos coeficientes positivos para as variáveis NM e TAM podem estar atreladas ao fato de empresas com essas características estarem no foco de mais *players* do mercado, o que as forçam a utilizarem mais *accruals* discricionários para manter seus resultados persistentes, para que esses *players* sejam agregados.

Tabela 5 – Regressão 2: Relação da Manipulação de Resultados (*M-score*) com a estrutura de governança. 2010-2015.

$$M_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TCAD_{i,t} + \beta_2 ICAD_{i,t} + \beta_3 RCAD_{i,t} + \beta_4 NDCCAD_{i,t} + \beta_5 PMCA_{i,t} + \beta_6 TCA_{i,t} + \beta_7 RAE_{i,t} + \beta_8 NM_{i,t} + \beta_9 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z	p-valor
Constante	-2,3421	0,4892	-4,7870	0,0001 ***
TCAD	-0,0016	0,0150	-0,1109	0,9117
ICAD	0,1747	0,2239	0,7803	0,4352
RCAD	0,6222	0,5450	1,1417	0,2536
NDCCAD	0,1884	0,1032	1,8258	0,0679 *
PMCA	-0,3832	0,4668	-0,8208	0,4118
TCA	-0,0863	0,0294	-2,9298	0,0034 ***
RAE	-0,3084	0,1893	-1,6296	0,1032
NM	0,4199	0,0894	4,6958	0,0001 ***
TAM	0,0624	0,0245	2,5439	0,0110 **
R ² de McFadden	0,0431	Critério de Schwarz		1586,8120
R ² ajustado	0,0305	Critério de Akaike		1534,0120
Log Verossimilhança	-757,0059	Critério Hannan-Quinn		1553,7140
Qui-quadrado	68,3324***			

Fonte: Dados retirados das bases de dados Thompson Reuters® e Comdinheiro®. Notas: modelo *Probit* Bivariado estimado com dados em painel, em que *M-score* é a possibilidade de manipulação de resultados, TCAD é o tamanho do conselho de administração, ICAD é a independência do conselho de administração, RCAD é a remuneração do conselho de administração, NDCCAD é a não dualidade dos cargos de CEO e Chairman, PMCAD é a participação de mulheres no conselho de administração, TCA é o tamanho do comitê de auditoria, RAE é a remuneração de auditores externos, NM é a listagem no novo mercado e TAM é o tamanho da empresa. * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

De consoante com o esperado, a variável Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA) tem uma relação negativa e significativa com o *M-score* (-0,0863), contribuindo para a expectativa de que o comitê de auditoria pode contribuir para uma melhor qualidade da informação contábil. Uma vez que há mais responsáveis pela auditoria da empresa, é natural que haja mais barreiras à manipulação de resultados, alinhando-se com a literatura internacional e nacional, na qual existem evidências de que a presença de um comitê de auditoria pode influenciar no impacto positivo da performance empresarial (ARSHAD; RAZALI; BAKAR, 2014), evitar o

gerenciamento de resultados e contribuir para a qualidade dos relatórios financeiros (ABBOTT; PARKER; PETERS, 2004; VAFEAS, 2005; YANG; KRISHNAN, 2005; KEN; ROUTLEDGEA; STEWARD, 2010; HUANG; THIRUVADI, 2010; MOHIUDDIN; KARBHARI, 2010). As demais variáveis não apresentaram significância estatística e, por isso, não é possível fazer inferências sobre elas.

Uma vez identificadas as relações das práticas de governança corporativa com as variáveis *Z-score* e *M-score*, individualmente, passa-se à análise conjunta em que se analisa a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF). Como PRFF é uma variável binária que indica a empresa que, ao mesmo tempo, tem previsão de falência ($Z < 0$) e indícios de manipulação de resultados ($M > -2,22$), também foi utilizado um modelo *Probit* Bivariado com dados em painel, o qual foi estatisticamente significativo (Qui-quadrado = 47,1546) e obteve um R^2 de 4,66%.

Conforme Tabela 6, o Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA) apresentou uma relação negativa e significativa (-0,0802) com a Probabilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF), demonstrando que o aumento desse comitê reduz as chances de fraude nos relatórios, o que consiste com a literatura (RAZALI; ARSHAD, 2014; LAW, 2011; CORAM; FERGUSON; MORONEY, 2006), que aponta que o monitoramento mais abrangente e eficaz por parte dos Comitês de Auditoria reduz a Possibilidade de Fraude nos Relatórios Financeiros.

A Remuneração da Auditoria Externa (RAE) também teve relação negativa e significativa com a PRFF (-0,1251). Este resultado reforça a importância da auditoria externa como elemento relevante para a qualidade dos demonstrativos emitidos pelas companhias (SILVA; BRAGA; LAURENCEL, 2009; SANTOS *et al.*, 2013; SANTANA *et al.*, 2014).

Desta forma, considerando que a qualidade dos demonstrativos contábeis está diretamente relacionada com a qualidade dos serviços prestados pelas firmas de auditoria, os resultados desta pesquisa trazem indícios de que serviços de auditoria com melhores qualidades e com maiores independências podem ter valores de honorários mais elevados, conforme a literatura (FRANCIS; 1984; CARSON, 2009; BRAUNBECK, 2010).

Ainda, conforme Tabela 6, a variável Novo Mercado (NM) apresentou relação positiva e significativa com a PRFF (0,1820), assim como no modelo anterior. Isto sugere que o conjunto de práticas diferenciadas adotadas pela BM&FBovespa, representado pelo segmento Novo Mercado, não é capaz de coibir a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) das empresas analisadas, não condizendo aos resultados encontrados em trabalhos listados no referencial teórico (DECHOW; GE; SCHRANDO, 2010; BYARD; WEINTROP, 2006). Mas,

este resultado se alinha com os achados de Konraht, Soutes e Alencar, 2016 e Sincerre *et al.* (2016), nos quais existem indícios de que a qualidade dos relatórios contábeis pode estar comprometida com o gerenciamento de resultados, mesmo se a empresa for classificada como Novo Mercado. Ainda, Sincerre *et al.* (2016) afirmam que empresas classificadas no Nível II e Novo Mercado apresentam maiores níveis de gerenciamento. Uma explicação plausível para a relação positiva pode estar relacionada ao foco que a governança tem, isto é, a maioria das práticas da bolsa visam o direito do acionista, e não necessariamente a qualidade das demonstrações contábeis.

A variável Tamanho da Empresa (TAM) também teve uma relação positiva e significativa (0,1402) com a Probabilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF). Esse resultado, apesar de contrário à literatura, consiste com os modelos anteriores (*Z-score* e *M-score*). Isto sugere que, no Brasil, empresas maiores estão mais sujeitas à problemas de continuidade, de manipulação e de fraude em suas demonstrações contábeis, não se alinhando com trabalhos empíricos já realizados (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012; PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014). Provavelmente o tamanho da empresa pode estar relacionado positivamente com a PRFF pelo mesmo motivo encontrado na relação com o *M-score*, isto é, empresas com maiores portes podem estar interessadas em um quantitativo maior de *players* do mercado, o que as forçam a utilizarem maior gerenciamento de resultados para manter seus resultados persistentes.

Tabela 6 – Regressão 3: Relação da PRFF com a estrutura de governança. 2010-2015.

$$PRFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TCAD_{i,t} + \beta_2 ICAD_{i,t} + \beta_3 RCAD_{i,t} + \beta_4 NDCCAD_{i,t} + \beta_5 PMCA_{i,t} + \beta_6 TCA_{i,t} + \beta_7 RAE_{i,t} + \beta_8 NM_{i,t} + \beta_9 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z	p-valor
Constante	-4,3298	0,6127	-7,0658	0,0001 ***
TCAD	0,0017	0,0172	0,1020	0,9188
ICAD	-0,3619	0,2773	-1,3051	0,1918
RCAD	-1,6454	1,9270	-0,8538	0,3932
NDCCAD	0,1696	0,1266	1,3395	0,1804
PMCA	-0,6796	0,6244	-1,0884	0,2764
TCA	-0,0802	0,0337	-2,3797	0,0173 **
RAE	-0,1251	0,0577	-2,1683	0,0301 **
NM	0,1820	0,1071	1,6992	0,0893 *
TAM	0,1402	0,0301	4,6533	0,0001 ***
R ² de McFadden	0,0466	Critério de Schwarz		1037,0320
R ² ajustado	0,0268	Critério de Akaike		984,23160
Log Verossimilhança	-482,1158	Critério Hannan-Quinn		1003,9340
Qui-quadrado	47,1546***			

Fonte: Dados retirados das bases de dados Thompson Reuters® e Comdinheiro®. Notas: modelo *Probit* Bivariado estimado com dados em painel, em que PRFF é a possibilidade de relatórios financeiros fraudulentos, TCAD é o tamanho do conselho de administração, ICAD é a independência do conselho de administração, RCAD é a remuneração do conselho de administração, NDCCAD é a não dualidade dos cargos de CEO e Chairman, PMCAD é a participação de mulheres no conselho de administração, TCA é o tamanho do comitê de auditoria, RAE é a remuneração de auditores externos, NM é a listagem no novo mercado e TAM é o tamanho da empresa. * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Quanto às demais variáveis, apenas a Constante apresentou relação significativa e, neste caso, negativa, indicando que há outras variáveis não incluídas nesse modelo que podem reduzir a PRFF. As outras práticas de governança não apresentaram significância e, por isso, não é possível fazer inferências sobre elas.

O Quadro 3 apresenta as relações esperadas e aquelas encontradas na Tabela 6. Nele é possível verificar que apenas 3 (três) das 8 (oito) variáveis de governança corporativa (TCA, RAE e NM), além da variável de controle Tamanho da Empresa (TAM), tiveram relações de significância com a PRFF. Todavia, duas variáveis com relações negativas (conforme esperado) e outras duas com relações positivas (contrárias à literatura internacional). Entre as variáveis com relações positivas, destaca-se o segmento Novo Mercado, o que pode indicar que as atuais práticas diferenciadas de governança corporativa que a BM&FBovespa exige das empresas nesse segmento não estejam focadas na qualidade dos relatórios financeiros, mas a asseguarção dos direitos dos acionistas, como podem ser citadas as práticas: ações ON, *free float*, *tag along*, mínimo de 5 membros no Conselho, adesão à Câmara de Arbitragem, divulgação do calendário de eventos corporativos, entre outras.

Quadro 3 - Comparativo das relações esperadas e encontradas entre a PRFF e a estrutura de governança.

Variáveis Explicativas	Relações Esperadas com a PRFF	Relações Encontradas com a PRFF	Significância
TCAD	-	+	Não
ICAD	-	-	Não
RCAD	-	-	Não
NDCCAD	-	+	Não
PMCA	-	-	Não
TCA	-	-	Sim
RAE	-	-	Sim
NM	-	+	Sim
TAM	-	+	Sim

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: em que, TCAD é o tamanho do conselho de administração, ICAD é a independência do conselho, RCAD é a remuneração do conselho, NDCCAD é a não dualidade de cargos de membros do conselho de administração, PMCAD é a participação de mulheres no conselho de administração, TCA é o tamanho do conselho de administração, RAE é a remuneração de auditores externos, NM é novo mercado e TAM é o tamanho da empresa.

Com base no exposto, é possível verificar que a hipótese da pesquisa (H_1), que afirma que a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) tem uma relação negativa com a estrutura de governança corporativa das empresas no Brasil, no que se refere à dimensão do conselho de administração, não pode ser confirmada, pois todas as práticas relacionadas com as características do conselho de administração (TCAD, ICAD, RCAD, NDCCAD e PMCAD), não apresentaram relação significativa.

Já a hipótese da pesquisa (H_2), que afirma que a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) tem uma relação negativa com a estrutura de governança corporativa das empresas no Brasil, no que se refere à dimensão de auditoria, pode ser aceita, pois as duas práticas relacionadas à auditoria (TCA e RAE) apresentaram relações negativas e com significâncias estatísticas. Com isso, os achados nesta pesquisa se alinham com a Teoria da Agência e a Teoria da Divulgação, já que as práticas de governança corporativa, no que tangem à auditoria podem contribuir para que assimetria informacional seja diminuída e haja um aumentando no nível de *disclosure* das companhias.

5. CONCLUSÕES

Pesquisas relacionando a Probabilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos com a estrutura de governança corporativa no Brasil ainda são raras, com restritas evidências na literatura nacional, mesmo com este tema tendo alta relevância, já que envolve atitudes oportunistas dos gestores e controladores das empresas, escândalos de corrupção envolvendo grandes corporações e a conseqüente desconfiança dos diversos *players* do mercado financeiro.

No Brasil, mesmo havendo um segmento especial para empresas com melhores práticas de governança corporativa, o que propicia um ambiente favorável a este tipo de estudo, tem-se questionamentos quanto às práticas exigidas nesse segmento, se são efetivas ao monitoramento da empresa pelos investidores. Desta forma, as principais práticas de governança foram identificadas na literatura e relacionadas à PRFF, assim como a listagem das empresas no Novo Mercado, que é o indicador de que as empresas adotam as melhores práticas. Assim, buscou-se alcançar o objetivo de analisar a relação da Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) com a estrutura de governança corporativa das empresas de capital aberto.

Analisando os resultados conjuntos, relacionados à PRFF, fica evidente que apenas as variáveis Remuneração da Auditoria Externa (RAE) e Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA) se alinharam com as relações esperadas na literatura (BEASLEY, 1996; BEASLEY *et al.*, 2000; AGRAWAL; CHADHA, 2005; GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2013; ARSHAD; RAZALI; BAKAR, 2014; RAZALI; ARSHAD, 2014). Isto indica, portanto, que essas práticas estão diretamente relacionadas à redução das chances de haver fraude nas demonstrações contábeis das empresas analisadas. Nota-se, ainda, que ambas estão relacionadas à auditoria, o que é razoável, pois seu papel é o de ratificar a qualidade dos relatórios financeiros das empresas e, conforme esta pesquisa, seu objetivo tem sido alcançado.

As variáveis Novo Mercado (NM) e Tamanho da Empresa (TAM) também tiveram relações de significância, porém, positivas, diferindo de pesquisas nacionais que apontam que essas empresas tendem a ter melhores estruturas para o atendimento de relatórios financeiros que forneçam uma boa qualidade de informação contábil (BYARD; WEINTROP, 2006; DECHOW; GE; SCHRANDO, 2010; MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012; PICCOLI; SOUZA; SILVA, 2014; CUNHA; PLETSHC; SILVA, 2015; SILVA, COSTA, 2017). Todavia, como argumentado nos resultados, é possível que essa relação positiva com o Novo Mercado se dê pelo fato de a maioria das práticas nele exigidas não estejam diretamente relacionadas às demonstrações contábeis, mas sim aos direitos dos acionistas. Quanto ao

tamanho, é possível que as empresas maiores estejam mais expostas a estes problemas por estarem sob os olhares de uma maior quantidade de *players* do mercado e tentarem responder às suas expectativas por meio da suavização de seus resultados.

Outras práticas da governança corporativa, como o Tamanho do Conselho de Administração (TCA), a Independência do Conselho de Administração (ICAD), a Remuneração do Conselho de Administração (RCAD), a Não Dualidade dos Cargos de CEO e *Chairman* (NDCCAD) e a Participação de Mulheres no Conselho de Administração (PMCAD) não tiveram relações de significância, algumas delas nem mesmo negativas, como esperado. Uma possível explicação para isso é que essas variáveis não estão diretamente relacionadas com as demonstrações contábeis das empresas, fonte de dados para a análise da Probabilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF). Percebe-se que todas são ligadas ao Conselho de Administração, órgão que toma as decisões estratégicas das companhias. Por essa razão, suas ações podem não apresentar reflexos diretos na qualidade dos relatórios financeiros.

Com isso, conclui-se que a hipótese de a Possibilidade de Relatórios Financeiros Fraudulentos estar relacionada de forma negativa e significativa com a estrutura de governança corporativa das empresas no Brasil não se confirma. Todavia, é possível inferir que tal relação seja confirmada para a qualidade da auditoria das empresas, uma vez que o aumento dos gastos com auditoria externa (RAE) e o aumento do Tamanho do Comitê de Auditoria (TCA) das empresas esteve negativa e significativamente relacionados com a PRFF. Portanto, esta é uma lacuna identificada na literatura e que deixamos como sugestão de estudos futuros, no sentido de serem aprofundadas as evidências relacionadas à PRFF e à auditoria das firmas.

Dessa forma, destaca-se que as principais contribuições deste estudo são: para a academia é a apresentação de evidências acerca da PRFF e sua relação com a governança corporativa das empresas no Brasil que, até onde sabemos, este é o primeiro estudo; para o mercado, estes achados contribuem possibilitando aos agentes identificarem a relevância das práticas de governança corporativa para suas decisões de investimento, especialmente as práticas relacionadas à auditoria das empresas, e contribuem para a reflexão dos órgãos reguladores e dos *players* do mercado de capitais.

Por fim, o presente estudo encontrou certas limitações na abrangência das variáveis inerentes à governança corporativa por conta da amplitude da amostra e da janela temporal, como também da captação da depreciação para a estimação do *M-score*, já que boa parte das demonstrações financeiras disponibilizam o valor do imobilizado líquido. Ainda, há limitações próprias dos modelos utilizados, que são uma simplificação de uma complexa realidade. No

entanto, tendo em vista a escassez do tema, sua robustez metodológica e estatística, e seus achados, tais limitações não invalidam o estudo, que se apresenta relevante à literatura pertinente.

REFERÊNCIAS

- ABBOTT, L. J.; PARK, Y.; PARKER, S. The effects of audit committee activity and independence on corporate fraud. **Managerial Finance**, v. 26, n. 11, p. 55-68, 2000.
- ABBOTT, L. J.; PARKER, S.; PETERS, G. F. Audit committee characteristics and restatements. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 23, n. 1, p. 69-87, 2004.
- AGRAWAL, A.; CHADHA, S.. Corporate governance and accounting scandals. **Journal of law and economics**, v. 48, n. 2, p. 371-406, 2005.
- AKERLOF, G. V. The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market MechanismV. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, 1970.
- ALMEIDA, R. S.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil. DOI: 10.15600/1679-5350/rau.v11n1p156-180. **Revista de Administração da Unimep-Unimep Business Journal-B2**, v. 11, n. 1, p. 156-180, 2013.
- ALTMAN, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The journal of finance**, v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.
- ALTMAN, E. I. Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA models. **Stern School of Business, New York University**, p. 9-12, 2000.
- ALTMAN, E. I.; BAYDIA, T. K. N.; DIAS, L. M. R. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 19, p. 17-28, Jan.-Março, 1979.
- ALVES, S. M. G. The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 9, n. 2, p. 141-160, 2011.
- ALZOUBI, E. S. S.; SELAMAT, M. H. The effectiveness of corporate governance mechanisms on constraining earning management: literature review and proposed framework. **International Journal of Global Business**, v. 5, n. 1, p. 17-35, 2012.
- AMORIM, M. A. R. *et al.* Audit Committee: Um Estudo das Características das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 56-74, 2016.
- ANDRADE, L. P., *et al.* Governança Corporativa: Uma Análise da Relação do Conselho de Administração com o Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p 4-31, 2009.
- ARIS, N. A., *et al.* Fraudulent Financial Statement Detection Using Statistical Techniques: The Case of Small Medium Automotive Enterprise. **Journal of Applied Business Research**, v. 31, n. 4, p. 1469, 2015.
- ARRUÑADA, B. **La Calidad de la Auditoría: incentivos privados y regulación**. Madrid: Marcial Pons, 1997.

ARSHAD, R.; RAZALI, W. A. A. W.; BAKAR, N. A. Disclosure of Corporate Governance Structure and Financial Vulnerability. In: **Proceedings of World Business and Economics Research Conference. Auckland, New Zealand. 2014.**

BEASLEY, M. S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **Accounting Review**, p. 443-465, 1996.

BEASLEY, M. S., *et al.* Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 4, p. 441-454, 2000.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. 1ª Edição, Cambridge: Harvard University, 2004

BÉDARD, J.; CHTOUROU, S. M.; COURTEAU, L. The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 23, n. 2, p. 13-35, 2004.

BEEKES, W.; POPE, P.; YOUNG, S. The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. **Corporate Governance: An International Review**, v. 12, n. 1, p. 47-59, 2004.

BENEISH, M. D. The detection of earnings manipulation. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 5, p. 24-36, 1999.

BM&FBOVESPA. <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>, Acessado em: 01/03/2017.

BOULOUTA, I. Hidden connections: The link between board gender diversity and corporate social performance. **Journal of Business Ethics**, v. 113, n. 2, p. 185-197, 2013.

BOZEC, R.; BOZEC, Y. The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: international evidence. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 29, n. 1, p. 79-98, 2012.

BRAUNBECK, G. O. **Determinantes da qualidade das auditorias independentes no Brasil.** 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts information. **Journal of Accounting and Public Policy**. New York. v. 25, n. 5, p. 609-625, Sep. 2006.

CARPES, A. M. S. **Mecanismos de Governança Corporativa nos Diferentes estágios de Ciclo de Vida das Cooperativas Agropecuárias do Sul do Brasil.** Tese de Doutorado. Universidade Regional de Blumenau. 2015

CARSON, E. Industry specialization by global audit firm networks. **The Accounting Review**, v.84, n.2, p.355-382, 2009.

CHEN, G., *et al.* Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 424-448, 2006.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. CEO compensation and board structure. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 1, p. 231-261, 2009.

CHTOUROU S., BÉDARD, J.; COURTEAU, L. Corporate Governance and Earning Management. Working Paper, Université Laval, Canada, 2001.

CRUTCHLEY, Claire E.; JENSEN, Marlin RH; MARSHALL, Beverly B. Climate for scandal: corporate environments that contribute to accounting fraud. **Financial Review**, v. 42, n. 1, p. 53-73, 2007.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging markets review**, v. 15, p. 1-33, 2013.

COELHO, A. N. B., *et al.* A responsabilidade da auditoria externa na fraude contábil do banco PanAmericano. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 3, n. 7, 2015.

COMER, M. J. **Corporate fraud**. Gower Publishing, Ltd., 1998.

CORAM, P.; FERGUSON, C.; MORONEY, R. The value of internal audit in fraud detection. **Department of Accounting and Business Information Systems, Melbourne**, v. 3010, 2006.

CUNHA, P. R., *et al.* Características do comitê de auditoria e os reflexos no gerenciamento de resultados nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 18, n. 3, p. 02-19, 2013.

CUNHA, P. R.; PLETSH, C. S.; SILVA, A. Relação entre as Características da Empresa, do Comitê de Auditoria e do Auditor Independente com o Prazo de Publicação das Demonstrações Financeiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 9, n. 4, art. 4, p. 415-429, 2015.

CUNHA, P. R.; SILVA, J. O.; FERNANDES, F. C.. Pesquisas sobre a lei Sarbanes-Oxley: uma análise dos journals em língua inglesa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 2, p. 37-51, 2013.

DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J. A relação entre o timeliness e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de Governança Corporativa: evidências no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 5, n. 3, p. 163-174, 2008.

DAVIDSON, R.; GOODWIN-STEWART, J.; KENT, P. Internal governance structures and earnings management. **Accounting & Finance**, v. 45, n. 2, p. 241-267, 2005.

- DEANGELO, L. E. Auditor size and audit quality. **Journal of accounting and economics**, v. 3, n. 3, p. 183-199, 1981.
- DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: a review of proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**. Arizona, v. 50, n. 2-3. p. 344-401, Dec. 2010
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary accounting research**, v. 13, n. 1, p. 1-36, 1996.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. Why do countries matter so much for corporate governance? **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 1, p. 1-39, 2007.
- DYCK, A.; MORSE, A.; ZINGALES, L. Who blows the whistle on corporate fraud?. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 6, p. 2213-2253, 2010.
- DYE, R. A. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of accounting research**, p. 123-145, 1985.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FIELD, Andy. **Descobrimo a estatística usando o SPSS**. 2ª Ed. Bookman: São Paulo, 2009.
- FRANCIS, J. R. The effect of audit firm size on audit prices. **Journal of Accounting and Economics**, v.6, p.133-151, 1984.
- GARAY, U.; GONZÁLEZ, M. Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. **Corporate governance: An international review**, v. 16, n. 3, p. 194-209, 2008.
- GONZÁLEZ, J. S.; GARCÍA-MECA, E. Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?.**Journal of Business Ethics**, v. 121, n. 3, p. 419-440, 2013.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 405-440, 2001.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of Earnings Management Literature and its implications for Standard Setting. **Accounting Horizon**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, p. 277-297, 1999.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Information disclosure and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 195-233, 2012.
- HOLDER-WEBB, L.; COHEN, J. R. The association between disclosure, distress, and failure. **Journal of Business Ethics**, v. 75, n. 3, p. 301-314, 2007.

HOLTZ, L.; NETO, A. S. Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 66, p. 255-266, 2014.

HUANG, H.; THIRUVADI, S. Audit committee characteristics and corporate fraud. **International Journal of Public Information Systems**, v. 6, n. 1, p. 71-82, 2010.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4ª ed. São Paulo, 2015

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **the Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

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

KENT, P., ROUTLEDGEA, J., STEWAR, J. Innate and discretionary accruals quality and corporate governance. **Accounting and Finance**, v. 50, p. 171–195. 2010

KITAGAWA, C. H.; RIBEIRO, M. S. Governança corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 61-76, 2009.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of accounting and economics**, v. 33, n. 3, p. 375-400, 2002.

KONRAHT, J. M.; SOUTES, D. O.; ALENCAR, R. C. A relação entre a governança corporativa e o alisamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 8, n. 1, 2016.

LAW, P. Corporate governance and no fraud occurrence in organizations: Hong Kong evidence. **Managerial Auditing Journal**, v. 26, n. 6, p. 501-518, 2011.

LEVITT, A. L. **The numbers Game: Remarks by Chairman Arthur Levitt to the NYU Centre for Law and Business**, New York, 1998.

LIMA, S. H. O., *et al.* Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. **REGE-Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.

LIPTON, M.; LORSCH, J. W. A modest proposal for improved corporate governance. **The business lawyer**, p. 59-77, 1992.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 4, n. 1, 2012.

MADALOZZO, R. CEOs e Composição do Conselho de Administração: a Falta de Identificação Pode Ser Motivo para Existência de Teto de Vidro para Mulheres no Brasil?. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 1, p. 126, 2011.

MARANHO, F. S.; FONSECA, M. W.; FREGA, J. R. Governança corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel. **Brazilian Journal of Management/Revista de Administração da UFSM**, v. 9, n. 2, 2016.

MARTINS, O. S., *et al.* Características e Competências dos Conselhos de Administração de Bancos Brasileiros e suas Relações com seus Desempenhos Financeiros. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 3, p. 40-61, 2012.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-45, 2014.

MCMULLEN, D. A.; RAGHUNANDAN, K. Enhancing audit committee effectiveness. **Journal of Accountancy**, v. 182, n. 2, p. 79-81, 1996.

MILLER, P. B.; BAHSON, P. R. **Quality Financial Reporting**, New York, Mc-Graw-Hill, 2002.

MOHIUDDIN, M.; KARBHARI, Y. Audit committee effectiveness: A critical literature review. **AIUB Journal of Business and Economics**, v. 9, n. 1, p. 97-125, 2010.

MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração**, v. 47, n. 4, p. 671-682, 2012.

MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. E. **Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices**, John Wiley & Sons, New York, 2002.

MURCIA, F. D.; BORBA, J. A. Um estudo das fraudes contábeis sob duas óticas: jornais econômicos versus periódicos acadêmicos no período de 2001-2004. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 10, n. 2, 2005.

MURCIA, F. D.; BORBA, J. A.; SCHIEHLL, E. Relevância dos red flags na avaliação do risco de fraudes nas demonstrações contábeis: a percepção de auditores independentes brasileiros. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 1, p. 25-45, 2008.

NASER, K. H. M. **Creative Financial Accounting- It's Nature and Use**, Hemel Hempstead, Prentice Hall International (UK) Limited, 1993.

NIYAMA, J. K.; RODRIGUES, A. M. G.; RODRIGUES, J. M. Algumas Reflexões sobre Contabilidade Criativa e as Normas Internacionais de Contabilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 1, p. 96-87, 2015.

OLIVA, E. D. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.

OMAR, N. *et al.* Financial Statement Fraud: A Case Examination Using Beneish Model and Ratio Analysis. **International Journal of Trade, Economics and Finance**, v. 5, n. 2, p. 184-186, 2014.

PAULO, E. **Manipulação das Informações Contábeis: Uma Análise Teórica e Empírica sobre os Modelos Operacionais de Detecção de Gerenciamento de Resultados**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2007

PELEIAS, I. R.; SEGRETI, J. B.; COSTA, C. A. Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emittentes de American Depositary Receipts–ADRs. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 20, n. 1, p. 41-65, 2009.

PERERA, L. C. J.; FREITAS, E. C.; IMONIANA, J. O. Avaliação do sistema de combate às fraudes corporativas no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 23, p. 03-30, 2014.

PICCOLI, P. G. R.; SOUZA, A.; SILVA, W. V. As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 141-162, 2014.

RAZALI, W. A. A. W. M.; ARSHAD, R. Disclosure of corporate governance structure and the likelihood of fraudulent financial reporting. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 145, p. 243-253, 2014.

REZENDE, A. J.; DALMÁCIO, F. Z. Práticas de Governança Corporativa e Indicadores de Performance dos Clubes de Futebol: uma Análise das Relações Estruturais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, 2015.

ROCHA, I., *et al.* Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGE Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, 2012.

SALEH, N. M.; ISKANDAR, T. M.; RAHMAT, M. M. Earnings management and board characteristics: Evidence from Malaysia. **Jurnal Pengurusan**, v. 24, n. 4, p. 77-103, 2005.

SANTANA, A. G., *et al.* Auditoria independente e a qualidade da informação na divulgação das demonstrações contábeis: estudo comparativo entre empresas brasileiras auditadas pelas Big Four e Não Big Four. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 19, n. 3, p. 70-87, 2014.

SANTOS, N. L., *et al.* Avaliação dos analistas de mercado sobre a relevância dos trabalhos dos auditores independentes na análise financeira das sociedades anônimas (SA) de capital aberto. **REA-Revista Eletrônica de Administração**, v. 12, n. 1, p. 31-47, 2013.

SANTOS, L. A. A.; LEMES, S. Desafios das empresas brasileiras na implantação da Lei Sarbanes-Oxley. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 4, n. 1, p. 37-46, 2007.

SCHIPPER, K. Commentary on Earnings Management, **Accounting Horizons**, v. 3, p. 91-102, 1989.

SHARMA, V. D. Board of director characteristics, institutional ownership, and fraud: Evidence from Australia. **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, v. 23, n. 2, p. 105-117, 2004.

SHERIDAN, A.; MILGATE, G. Accessing board positions: A comparison of female and male board members' views. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 6, p. 847-855, 2005.

SILADI, B. The role of non-executive directors in corporate governance: An evaluation. **Faculty of Business and Enterprise**, Swinburne University of Technology, 2006.

SILVA, A. M. C.; BRAGA, E. C.; LAURENCEL, L. C. A corrupção em uma Abordagem Econômico-Contábil e o Auxílio da Auditoria como Ferramenta de Combate. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 20, n. 1, p. 95-117, 2009.

SILVA, E. C. **Governança Corporativa nas Empresas**. 4ª Ed. Atlas: São Paulo, 2016.

SILVA, G. R.; COSTA, F. M. Qualidade da informação contábil e sustentabilidade nas companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Revista Ciências Administrativas ou Journal of Administrative Sciences**, v. 23, n. 1, p. 103-127, 2017.

SILVA, J. O., *et al.* Capacidade preditiva de modelos de insolvência com base em números contábeis e dados descritivos. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 6, n. 3, 2012.

SILVA, L. M. **A influência da lei Sarbanes-Oxley e do código civil brasileiro nos controles internos de empresas localizadas no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo. 2007.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 57-71, 2003.

SINCERRE, B. P., *et al.* Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 291-305, 2016.

SUKEECHEEP, S.; YARRAM, S. R.; AL FAROOQUE, O. Earnings management and board characteristics in thai listed companies. In: **International Conference on Business, Economics and Accounting**. p. 1-14, 2013.

TESTON, S. F.; FILIPPIM, E. S. Perspectivas e Desafios da Preparação de Sucessores para Empresas Familiares/Perspectives and Challenges in Preparing Successors for Family Businesses. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 20, n. 5, p. 524, 2016.

TZUR, J.; YAARI, V. Microstructure of the Firm's Disclosure, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, p. 367-391, december, 1999.

VACCARI, N. A. D.; BEUREN, I. M. Participação Feminina na Governança Corporativa de Empresas Familiares Listadas na BM&FBovespa. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 113-131, 2017.

VAFEAS, N. Audit committees, boards, and the quality of reported earnings. **Contemporary Accounting Research**, p. 22, n. 4, p. 1093-1122, 2005.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

XIE, B.; DAVIDSON, W. N.; DADALT, P. J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of Corporate Finance**, p. 9, n. 3, p. 295-316, 2003.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J.L. Agency problems, auditing and the theory of the firm: some evidence. **Journal of Law & Economics**, n. 26, p.613-634, 1983.

WELLS, J. T. **Corporate fraud handbook: prevention and detection**. 3 ed. New Jersey: Wiley, 2011.

WEYER, Birgit. Twenty years later: explaining the persistence of the glass ceiling for women leaders. **Women in Management Review**, v. 22, n. 6, p. 482-496, 2007.

YANG, J., KRISHNAN, J. Audit committees and quarterly earnings management. **International Journal of Auditing**, v. 9, n. 3, p. 201-219. 2005.

ZHANG, J. Q.; ZHU, H.; DING, H. Board composition and corporate social responsibility: An empirical investigation in the post Sarbanes-Oxley era. **Journal of Business Ethics**, v. 114, n. 3, p. 381-392, 2013.