

Características do Conselho de Administração e *Earnings Management* no Brasil: as Estatais são diferentes?

Board of Directors' Characteristics and Earnings Management in Brazil: are the state-owned companies different?

Nadjara Davi Silva¹, Fernanda Maciel Peixoto¹, Catarine Palmieri Pitangui Tizziotti¹

¹ Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, Brasil.

INFOARTIGO

Palavras-chave:

Gerenciamento de Resultados, Conselhos de Administração, Empresas Estatais Brasileiras.

RESUMO

Este estudo analisou como as características dos conselhos de administração se relacionam com o gerenciamento de resultados (*Earnings Management*), considerando 201 empresas da B3 no período 2010 a 2015, segmentadas em estatais e não estatais. O método envolveu testes não paramétricos e regressões com dados em painel. O gerenciamento de resultados foi representado pelos *accruals* discricionários, apurados conforme Kang e Sivaramakrishnan (1995). Este modelo foi reconhecido como sendo um dos melhores para o cenário brasileiro (Martinez, 2010). Analisou-se a extensão e direção do gerenciamento, enquanto outros estudos somente analisam a sua extensão. Os resultados evidenciaram a necessidade de aumentar a proporção de conselheiros independentes das empresas, pois a independência dos conselhos parece reprimir o EM. Constatou-se que a independência dos conselheiros contribui para a efetividade da função de monitoramento e redução das práticas de EM.

ARTICLEINFO

Keywords:

Earnings Management, Boards of Directors, Brazilian State-owned Enterprises.

ABSTRACT

This study investigates how the characteristics of the boards of directors are related to earnings management, considering 201 B3 listed companies from 2010 to 2015, divided into state and non-state firms. The method involved non-parametric tests and panel data regressions. Earnings management was represented by discretionary accruals, calculated according to Kang and Sivaramakrishnan (1995). This model was recognized as one of the best for the Brazilian scenario (Martinez, 2010). We analyzed the extent and direction of the earning management, while other studies only focus on its extent. The main results showed the need to increase the proportion of companies' independent directors, since the board independence seems to repress Earning Management. We found that the board independence contributes to the effectiveness of the monitoring function and reducing Earning Management practices.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License.

Correspondência para autores:

nadja_davi@hotmail.com (Silva, N.D.) (ORCID: [0000-0002-0404-9210](https://orcid.org/0000-0002-0404-9210)),
fmacielpaixoto@gmail.com (Peixoto, F.M.) (ORCID: [0000-0002-0969-7567](https://orcid.org/0000-0002-0969-7567)),
catarinepitangui@ufu.br (Tizziotti, C.P.P.) (ORCID: [0000-0002-2892-0197](https://orcid.org/0000-0002-2892-0197))

DOI: doi.org/10.51359/1679-1827.2021.239657

1. Introdução

A qualidade da informação contábil contribui com a redução da assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*, facilitando a avaliação do desempenho financeiro das empresas pelos *outsiders* (IBGC, 2015). Conforme Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2010), o acionista controlador pode manipular as informações contábeis para distorcer a percepção dos *outsiders* quanto à real situação econômica e patrimonial da empresa.

É atribuição do conselho de administração assegurar que as demonstrações financeiras representem clara e fidedignamente a situação econômica, financeira e patrimonial da organização, monitorando a qualidade das informações contábeis e reprimindo o gerenciamento de resultados. (RAN et al, 2015; VAFEAS, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003).

O conselho de administração monitora os gestores e protege os interesses dos acionistas, logo, é esperado que sua composição reflita na qualidade das informações contábeis (HOLTZ; SARLO NETO, 2014; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). Muitos estudos internacionais analisaram como as características dos conselhos de administração afetam a qualidade das informações contábeis (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; KLEIN, 2002; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; PARK; SHIN, 2004; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005; RAN et al, 2015; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). Entretanto, no Brasil, poucos estudos analisaram essa relação (HOLTZ; SARLO NETO, 2014; MARTINEZ, 2010).

Considerando as empresas estatais, Musacchio e Lazzarini (2015, p. 200) argumentam que “os governos podem cooptar membros do conselho de administração e nomear autoridades públicas (por exemplo, ministros), capazes de influenciar os conselhos de administração”. Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1994, 1997) apontam que empresas controladas pelo governo são dirigidas por políticos e burocratas que podem priorizar seus interesses em detrimento dos interesses sociais que teriam essas empresas.

A intervenção política ocorre por meio do clientelismo ou patronagem, onde afiliados partidários e indivíduos influenciados por políticos no poder são nomeados para cargos da alta gestão, sem uma seleção baseada em critérios que valorizem aspectos como o mérito e a capacidade dos candidatos (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2015, p. 144). Diante dessas colocações, este estudo buscou responder às seguintes questões: Quais são as características dos conselhos de administração das empresas estatais? Como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados?

Este estudo objetivou analisar algumas características dos conselhos de administração de empresas estatais e como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados. Considerando que a infiltração política nos conselhos de administração de empresas estatais pode comprometer a efetividade dos mesmos, é importante analisar as características dos conselhos de administração dessas empresas e como tais características se relacionam com o gerenciamento de resultados.

2. Referencial Teórico

Este tópico aborda os aspectos relacionados ao governo como maior acionista e o papel dos conselhos de administração frente à qualidade das informações contábeis.

2.1. Quando o governo é o maior acionista

Quando o governo controla uma empresa, os direitos de propriedade pertencem ao Tesouro Público, representado por políticos e burocratas que podem direcionar essas empresas para auferir benefícios próprios e para aliados (SHLEIFER; VISHNY, 1994), em detrimento dos acionistas minoritários (GOTAÇ; MONTEZANO; LAMEIRA, 2015). Como exemplo, empresas estatais estariam mais suscetíveis à aprovação de investimentos ruins, aplicando recursos em projetos que não geram retornos privados ou sociais, mas para beneficiar aliados dos governantes (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Conforme Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015), é comum encontrar membros da coalizão política governante ocupando cargos da alta administração de empresas estatais, conferindo aos mesmos melhores

oportunidades de barganha (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Tais membros usam essas empresas para alcançar os próprios interesses, recebendo propinas (SHLEIFER; VISHNY, 1997) e beneficiando empresas com conexões políticas, por meio de preferências contratuais e pela concessão de crédito a um baixo custo (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015; SHLEIFER, 1998).

O governo brasileiro controla algumas das maiores empresas nacionais, e a fraca proteção legal oferecida pelo mercado nacional aos acionistas faz com que os preços das ações reflitam as práticas de governança corporativa associadas ao ativismo do governo como acionista (FERNANDES; NOVAES, 2017).

O ativismo do governo brasileiro em bancos estatais foi evidenciado por Claessens, Feijen e Laeven (2008) e por Carvalho (2014). Claessens, Feijen e Laeven (2008) investigaram o uso de bancos estatais por políticos para favorecer empresas que financiaram suas campanhas nas eleições federais brasileiras de 1998 e 2002. Foi identificado que empresas que financiaram as campanhas dos candidatos eleitos foram privilegiadas, após a vitória eleitoral destes, apresentando substancial aumento no volume de financiamentos bancários.

Carvalho (2014) analisou uma amostra composta por mais de 13.000 fábricas brasileiras no período de 1995 a 2005 e identificou que as empresas elegíveis para a captação de empréstimos em bancos estatais expandiram a oferta de empregos em regiões onde encontravam-se aliados políticos do governo que estavam prestes a concorrer em novas eleições.

2.2. Gerenciamento de resultados e a qualidade das informações contábeis

Healy e Wahlen (1999) conceituaram o gerenciamento de resultados (*Earnings Management*) como o ato discricionário dos gestores em utilizarem de julgamento nas demonstrações contábeis para induzir os *stakeholders* a erros quanto ao desempenho subjacente da empresa, ou para influenciar decisões contratuais que dependam dos números contábeis.

O gerenciamento de resultados abrange ainda as decisões operacionais, como as decisões de investimento, volume de produção e outras que impactam diretamente o fluxo de caixa. Nessa perspectiva, o gerenciamento de resultados pode ocorrer por decisões contábeis (*accruals*) e por decisões operacionais. (MARTINEZ, 2013).

Os *accruals* decorrem da diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido e são divididos em dois tipos: discricionários e não discricionários. Os *accruals* discricionários representam a manipulação intencional das informações contábeis pelos gestores. Os *accruals* discricionários positivos indicam o aumento discricionário dos resultados (*income increasing*), enquanto os *accruals* discricionários negativos indicam a redução discricionária dos resultados (*income decreasing*). (MARTINEZ, 2008)

As motivações para os gestores incorrerem no gerenciamento de resultados podem estar relacionadas ao mercado de capitais, a questões contratuais e regulamentações governamentais. Com relação ao mercado de capitais, os resultados podem ser manipulados pelos gestores para influenciar a precificação das ações no curto prazo. (HEALY; WHALEN, 1999).

Nesse sentido, Santana *et al.* (2019) evidenciaram que, muito mais do que decisões financeiras, as escolhas contábeis estão sujeitas aos sentimentos dos investidores e que, portanto, o efeito do sentimento dos investidores entre os determinantes de um futuro gerenciamento de resultados deve ser considerado. Concluíram que os *accruals* discricionários estão positivamente associados com o sentimento do investidor no mercado de capitais brasileiro, semelhante a mercados com maior eficiência informacional, apesar do sistema *code law*. Analisando separadamente os períodos de baixo e alto sentimento, os achados sugerem que os gestores aumentam os *accruals* após alto sentimento e os reduzem depois de baixo sentimento.

Paulo e Mota (2019) fizeram um estudo com o objetivo de entender a influência de fatores macroeconômicos sobre a qualidade das informações contábeis. Como resultado observaram que as estratégias de gerenciamento de resultados contábeis, seja por meio dos *accruals* discricionários ou pelas decisões operacionais, bem como a escolha dentre essas estratégias, são impactadas pelo ambiente econômico. As evidências sugerem que os gestores têm comportamento oportunístico diferente em cada fase do ciclo econômico. Especificamente, aumentam o nível de *accruals* discricionários na fase de contração e reduzem na recuperação, enquanto gerenciam os resultados para baixo pelas decisões operacionais nas fases de recessão e

contração.

O gerenciamento por motivações contratuais ocorre para atender a cláusulas contratuais de empréstimos, ou quando a compensação dos gestores está atrelada aos resultados. As motivações regulamentares decorrem das empresas evitarem serem alvos das atenções de órgãos reguladores e de investigações antitruste (HEALY; WHALEN, 1999). O gerenciamento de resultados faz com que o real desempenho econômico subjacente da empresa esteja disponível somente para os *insiders* (AN; LI; YU, 2016).

Sob ótica distinta, mas também com foco nas práticas de EM, Morais e Macedo (2020) fizeram um estudo utilizando o uso desagregado do gerenciamento de resultado por meio de escolhas operacionais como proxy de decisões discricionárias para serem capturadas pela *abnormal book tax differences* (ABTD). Concluíram que a ABTD captura as ações discricionárias dos gestores relacionadas ao gerenciamento de resultados mediante decisões contábeis e operacionais, o que indica que as empresas que gerenciam o resultado de forma contábil ou operacional para aumentar o lucro têm ABTD positivas, enquanto as empresas que gerenciam para diminuí-lo têm ABTD negativas.

2.3. *O Conselho de Administração como Mecanismo de Controle Interno*

Pela Teoria de Agência, o gestor nem sempre agirá com vistas a maximizar a riqueza do proprietário, pois aquele pode tentar auferir benefícios às expensas deste. Essa situação se aplica à relação entre acionistas majoritários e minoritários, pois os majoritários podem se aproveitar do poder que detém para maximizar seus benefícios, expropriando os minoritários. (JENSEN; MECKLING, 1976)

O conselho de administração é um mecanismo de proteção aos acionistas, responsável por monitorar a diretoria e representar os sócios perante a mesma (IBGC, 2015). Conforme Fraile e Fradejas (2014), em países com elevada concentração de controle, os conselhos de administração devem resguardar os interesses dos acionistas minoritários, evitando que estes sejam expropriados. O conselho de administração deve assegurar que as demonstrações financeiras reflitam a real situação econômica, financeira e patrimonial da organização (IBGC, 2015), reprimindo as práticas de gerenciamento de resultados (MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011).

Para assessorá-lo no controle da qualidade das informações contábeis, o conselho de administração pode contar com um comitê de auditoria. Os comitês de auditoria devem ser compostos, preferencialmente, somente por membros do conselho de administração e pelo menos um de seus membros deve ter experiência nas áreas contábil, de controles internos, de informações e operações financeiras e de auditoria independente (IBGC, 2015).

Em empresas estatais, o governo tende a apontar burocratas e aliados para compor os conselhos de administração. Tais membros teriam pouco incentivo para fiscalizar os gestores, que também são comumente aliados políticos indicados pelo governo, comprometendo a efetividade dos conselhos de administração dessas empresas (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

A seguir, serão apresentados os estudos empíricos que buscaram investigar a relação entre conselho de administração e gerenciamento de resultados.

2.4. *Conselho de Administração e Gerenciamento de Resultados: estudos prévios*

Peasnell, Pope e Young (2005) investigaram se os conselhos de administração efetivamente monitoram e adotam ações para reduzir o gerenciamento de resultados. O estudo abrangeu 657 empresas listadas no mercado de capitais do Reino Unido entre junho de 1993 e maio de 1996. Foram analisadas as situações de fraco desempenho, em que as empresas seriam incentivadas a aumentar os resultados discricionariamente, e as situações em que o desempenho foi excepcionalmente bom, em que as empresas teriam incentivo para reduzir os resultados discricionariamente.

Foi aplicado o método de regressão, com o gerenciamento de resultados como variável dependente, enquanto as variáveis independentes referentes aos conselhos foram independência, tamanho, existência de comitê de auditoria e dualidade de cargos. Como resultados, quando o desempenho, representado pelo fluxo de caixa operacional, foi negativo ou inferior ao do exercício anterior, a independência dos conselhos foi efetiva em

reprimir o gerenciamento do tipo *income increasing*.

Os autores verificaram que a mera presença de um comitê de auditoria não impacta no gerenciamento de resultados, concluindo que os modos de operação e a qualidade dos comitês de auditoria devem ser considerados para analisar a efetividade desse mecanismo de governança.

Marra, Mazzola e Prencipe (2011) analisaram o impacto da independência dos conselhos de administração e da existência de comitê de auditoria sobre a qualidade das informações financeiras após a adoção às normas internacionais de contabilidade (IFRS). A amostra do estudo abrangeu 222 empresas não financeiras listadas na bolsa de valores de Milão entre 2003 e 2006. Foi identificado que tanto a independência dos conselhos quanto a existência de comitê de auditoria melhoram a qualidade das informações contábeis.

Ran et al. (2015) analisaram a relação das características dos conselhos de administração com a qualidade das informações contábeis. A amostra do estudo abrangeu 2.379 empresas não financeiras listadas no mercado chinês entre 1999 e 2012. Além do tamanho, composição e frequência de reuniões dos conselhos, o estudo abordou a remuneração, a idade, o gênero, a formação e a experiência profissional dos conselheiros. Os resultados apontaram que a remuneração dos conselheiros, a presença de membros do sexo feminino, de membros mais velhos e de profissionais das áreas contábil e acadêmica melhoram a qualidade das informações contábeis.

Em um estudo que buscou investigar as características do conselho de administração e o gerenciamento de resultados em empresas de segurança no Irã, Moradi et al (2012) observaram que quando o fluxo de caixa operacional é reduzido, a presença de conselheiros não executivos e mudanças nos membros do conselho (ou seus agentes) são fatores eficazes na redução do nível de gerenciamento de resultados.

Martinez (2010) analisou se as características dos conselhos de administração que atendiam às boas práticas de governança corporativa, conforme cartilhas da CVM e do IBGC, relacionavam-se a menores níveis de gerenciamento de resultados. As características dos conselhos de administração abordadas no estudo foram separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo, tamanho, independência, frequência de reuniões e remuneração dos conselheiros.

A amostra incluiu empresas cujos dados dos conselhos de administração constavam no relatório “Brasil 1999: *Index Spencer Stuart of Boards*” entre 1998 e 1999. Foi identificado que conselhos de administração maiores favorecem o gerenciamento de resultados e que conselhos que se reúnem mais reduzem tais práticas.

Holtz e Sarlo Neto (2014) investigaram a relação entre as características dos conselhos de administração e a qualidade das informações contábeis. A amostra do estudo abrangeu 207 empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa) entre 2008 e 2011. As características dos conselhos analisadas foram: tamanho, independência e separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo.

As *proxies* da qualidade da informação contábil foram a relevância da informação contábil e a informatividade dos lucros. Foi identificado que ambas relacionaram-se positivamente com a independência dos conselhos. Foi identificada uma maior relevância do patrimônio líquido quando os cargos de presidente do conselho e diretor executivo não se acumulam, enquanto a informatividade dos lucros foi menor em empresas com conselhos maiores.

2.5. Conselho de Administração e Gerenciamento de Resultados: Hipóteses de pesquisa

Visto que os conselheiros independentes são menos vulneráveis à influência dos gestores, a independência dos conselheiros contribui para a efetividade da função de monitoramento da qualidade das informações contábeis (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; KLEIN, 2002; VAFEAS, 2000).

Logo, é esperado que conselhos mais independentes sejam mais efetivos na redução do gerenciamento de resultados. Tal lógica fundamenta a hipótese H_1 :

H_1 : A independência dos conselheiros reduz as práticas de gerenciamento de resultados.

Conselhos de administração maiores podem ser mais dispersos e menos efetivos no exercício de suas atribuições (MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; VAFEAS, 2000). Por outro lado, conselhos de administração maiores têm maior probabilidade de conter membros com conhecimentos relevantes em finanças, possibilitando uma maior efetividade na redução do gerenciamento de resultados (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011). Considerando essas duas vertentes, este estudo não esperou um sinal específico para a relação entre o gerenciamento de resultados e o tamanho dos conselhos.

Cabe aos conselhos de administração punir, demitir, avaliar e compensar os diretores executivos (IBGC, 2015). Logo, a função do conselho de zelar pela qualidade das informações, minimizando o gerenciamento de resultados (MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; RAN et al, 2015; VAFEAS, 2000; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003), pode ser prejudicada juntamente com a efetividade do conselho de administração quando este é presidido pelo diretor executivo.

Sob a mesma ótica, Nugroho e Eko (2011) analisaram o efeito das características do conselho de administração sobre o gerenciamento dos resultados das empresas listadas na Indonésia no período 2004-2008. Os autores observaram que nas empresas nas quais existia a duplicidade CEO (*Chief Executive Officer*) e presidente do conselho, o gerenciamento (EM) era afetado positivamente. Nessa perspectiva, foi constituída a hipótese H_2 :

H_2 : O exercício dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho pelo mesmo indivíduo favorece as práticas de gerenciamento de resultados.

Conforme Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017), quando o CEO da empresa participa como membro regular do conselho de administração da mesma, a efetividade da função de monitoramento do conselho pode ser afetada, ainda que o CEO não seja o presidente do conselho. Nessa lógica, foi elaborada a hipótese H_3 :

H_3 : A presença do diretor presidente como membro do conselho de administração aumenta as práticas de gerenciamento de resultados.

Conselhos de administração que se reúnem mais frequentemente podem se dedicar mais às suas atividades (MARTINEZ, 2010; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). Corroborando tal proposição, Martinez (2010), Xie, Davidson III e Dadalt (2003) e Ran et al (2015) identificaram que empresas com conselhos de administração que se reúnem com maior frequência incorrem menos no gerenciamento de resultados. Tal lógica fundamenta a hipótese H_4 :

H_4 : Conselhos que se reúnem com maior frequência são mais efetivos em reduzir as práticas de gerenciamento de resultados.

O comitê de auditoria assessora o conselho no monitoramento da qualidade das demonstrações financeiras, devendo reprimir o gerenciamento de resultados (KLEIN, 2002; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005; XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003). Nessa perspectiva, foi elaborada a hipótese H_5 :

H_5 : A existência de comitê de auditoria no conselho de administração reduz as práticas de gerenciamento de resultados.

3. Metodologia

A amostra desta pesquisa abrangeu 201 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa em 2016, ano em que os dados foram coletados, deduzidas aquelas com insuficiência de dados para a apuração dos *accruals* discricionários. Foram identificadas 25 empresas controladas pelo governo, apresentadas no Apêndice B.

Os dados da pesquisa foram extraídos do Formulário de Referência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Economatica®. As análises foram feitas por meio de testes não paramétricos e regressões múltiplas com dados em painel, mediante uso do *software* Stata®. O período do estudo compreendeu os anos de 2010 a 2015, considerando que a Instrução Normativa nº 480 da CVM, que implantou o Formulário de Referência, passou a vigorar em 2010.

3.1. Variável dependente: *Accruals* discricionários

Neste estudo, o gerenciamento de resultados (GR) foi representado pelos *accruals* discricionários apurados conforme o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995), ou modelo KS, o qual tem sido amplamente utilizado em estudos nacionais (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; BARROS; SOARES; LIMA, 2013; CUNHA; PICCOLI, 2017; ERFURTH; BEZERRA, 2013; MARTINEZ, 2001; MARTINEZ, 2008; MARTINEZ, 2010; NARDI; NAKAO, 2009; SILVA, 2013; SILVA; NARDI, 2017).

O modelo KS reduz o problema de variáveis omitidas ao incluir variáveis como o custo do produto vendido, as despesas operacionais e as contas a receber. Tal modelo utiliza variáveis instrumentais para suavizar o problema de endogeneidade (MARTINEZ, 2008; THOMAS; ZHANG, 2000).

A Equação 2 apresenta o modelo KS de mensuração dos *accruals* discricionários:

$$AT_{it} = \varphi_0 + \varphi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \varphi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \varphi_3[\delta_3 At.Perm_{it}] + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$AT_{it} = (\Delta CGL - Depreciação \& Amortização_{it}) / Ativo\ total_{it-1}$$

$$\delta_1 = C.R_{i,t-1} / Rec_{i,t-1}$$

$$\delta_2 = (CGL - CRec_{i,t-1}) / Desp_{i,t-1}$$

$$\delta_3 = DEPREC_{i,t-1} / A.Perm_{i,t-1}$$

Onde: AT_{it} = *accruals* totais da empresa i no ano t ; Rec_{it} = *Receita Líquida* da empresa i no ano t (excluindo tributação); $Desp_{it}$ = *Custos e Despesas Operacionais* antes da *Depreciação e Amortização* da empresa i no ano t ; CGL = *Capital de Giro Líquido* da empresa i no ano t , excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar; $At.Perm_{it}$ = *Ativo permanente (Imobilizado + Diferido + Intangível + Investimentos)* da empresa i no ano t ; $C.R_{i,t-1}$ = *Contas a Receber* da empresa i no período t_{-1} ; $DEPREC_{i,t-1}$ = *Despesas de depreciação* da empresa i no período t_{-1} ; as variáveis Rec_{it} , $Desp_{it}$ e $At.Imob_{it}$ foram escaladas pelo ativo total em t_{-1} .

Os *accruals* discricionários correspondem à diferença entre os *accruals* totais obtidos e os *accruals* totais estimados. Os parâmetros δ_1 , δ_2 e δ_3 representam os indicadores de rotatividade que controlam pelas características específicas das empresas (KANG, 1999). Assim como em Martinez (2001), as variáveis instrumentais do modelo foram os indicadores de rotatividade.

Neste estudo, foram analisadas a extensão (AN; LI; YU, 2016; BAO; LEWELLYN, 2017; JIANG; ZHU; HUANG, 2013; KLEIN, 2002; MARRA; MAZZOLA; PRENCIPE, 2011; MARTINEZ, 2010; RAN et al, 2015) e a direção do gerenciamento de resultados (CUNHA; PICCOLI, 2016; MARTINEZ, 2008; PARK; SHIN, 2004; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005).

3.2. Variáveis Explanatórias de Interesse

O Quadro 1 apresenta as características dos conselhos de administração abordadas neste estudo.

Quadro 1. Características dos conselhos abordadas no estudo

Variáveis	Fonte	Representação	Referências
Independência	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	Proporção de conselheiros independentes sobre o total de conselheiros	Barros, Soares e Lima (2013); Cunha e Piccoli (2017); Holtz e Sarlo Neto (2014); Martinez (2010)
			Anderson, Mansi e Reeb (2004); Klein (2002); Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Vafeas (2000); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Tamanho	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	Logaritmo natural do total de conselheiros	Barros, Soares e Lima (2013); Cunha e Piccoli (2017); Holtz e Sarlo Neto (2014); Martinez (2010);
			Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Ran et al (2015); Vafeas (2000); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Número de reuniões	Item 12.4 do Formulário de Referência	Quantidade anual de reuniões	Cunha e Piccoli (2017); Martinez (2010)
			Ran et al (2015); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Acumulação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	Variável <i>dummy</i> : Valor = 1 para empresas em que os cargos de presidente do conselho e diretor presidente são ocupados pelo mesmo indivíduo; Valor = 0 caso contrário	Andrade et al (2016); Barros, Soares e Lima (2013); Cunha e Piccoli (2017); Holtz e Sarlo Neto (2014); Martinez (2010)
			Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Peasnell, Pope e Young (2005); Xie, Davidson e Dadalt (2003)
Diretor presidente no conselho	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	Variável <i>dummy</i> : Valor = 1 caso o diretor presidente seja membro efetivo do conselho de administração; Valor = 0 caso contrário	Andrade et al (2016); Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017)
Comitê de auditoria	Item 12.1 do Formulário de Referência	Variável <i>dummy</i> : Valor = 1 para empresas com comitê de auditoria; Valor = 0 caso contrário	Silva, Santos e Almeida (2011)
			Marra, Mazzola e Prencipe (2011); Peasnell, Pope e Young (2005)

Fonte: elaboração das autoras.

3.3. Variáveis de controle

Na sequência, são apresentadas as variáveis de controle abordadas neste estudo.

a) Controle estatal

Foi adotada uma variável *dummy* com valor igual a um para as empresas controladas pelo governo e zero para as demais empresas. As empresas de controle estatal foram aquelas em que o governo (federal, estadual ou municipal) deteve mais que 50% do capital votante (controle direto), ou por intermédio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e de fundos de pensão de empresas estatais (FUNCEF; PETROS; PREVI), caracterizando o controle indireto.

É esperado que as estatais tenham tendência a gerenciar resultados para dificultar a percepção dos acionistas minoritários acerca do oportunismo de políticos e burocratas.

b) Tamanho

Por serem acompanhadas ativamente pelo mercado, espera-se que as grandes empresas tenham menos oportunidades para praticar o gerenciamento de resultados. (GU; LEE; ROSETT, 2005; HOCHBERG, 2012;

PARK; SHIN, 2004).

Como *proxy* do tamanho das empresas, foi utilizado o logaritmo natural do ativo total.

c) Endividamento

O endividamento das empresas incentiva seus credores a monitorarem-nas, desencorajando o gerenciamento de resultados (GHAZALI; SHAFIE; SANUSI, 2015; PARK; SHIN, 2004; SILVA et al, 2014). No entanto, o endividamento pode incentivar os gestores a gerenciar resultados para evitar a violação de cláusulas contratuais de empréstimos e financiamentos (CHARITOU; LAMBERTIDIS; TRIGEORGIS, 2007; SWEENEY, 1994).

O endividamento das empresas foi representado pelo passivo oneroso (empréstimos + financiamentos + debêntures) sobre o ativo total.

d) Oportunidade de crescimento

A oportunidade de crescimento pode influenciar os gestores a gerenciar resultados para criar expectativas de fluxo de caixa futuro, refletindo na valorização das empresas pelo mercado (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; MARTINEZ, 2001).

A oportunidade de crescimento foi representada pelo índice *Market-to-Book*.

e) Crise

As crises podem incentivar os gestores a gerenciar resultados para afastar os riscos de falência das empresas (DIMITRAS; KYRIAKOU; IATRIDIS, 2015). Conforme Chintrakarn, Jiraporn e Kim (2017), as empresas seriam menos motivadas a gerenciar resultados em períodos de crise, pois as crises seriam justificativas convenientes para explicar o baixo desempenho.

Foi incluída nos modelos econométricos uma variável *dummy* com valor igual a um para os anos de crise (2014; 2015) e zero para os demais anos (2010; 2011; 2012; 2013). Os anos de crise foram aqueles em que o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro teve variação quase nula (em 2014) e variação negativa (em 2015), conforme demonstrado no Apêndice A.

f) Níveis de governança

Empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) tendem a ser mais transparentes (EFURTH; BEZERRA, 2013).

Para controlar pelos efeitos da listagem nos níveis de governança da BM&FBovespa, foi incluída nos modelos econométricos uma variável *dummy* com valor igual a um para as empresas listadas nesses segmentos de listagem e valor zero para as demais.

g) Setor

O controle pelas diferenças de *accruals* entre setores foi feito pela inclusão no modelo econométrico de *dummies* de setor, conforme classificação setorial da BM&FBovespa.

3.4. Modelos econométricos

Os modelos econométricos deste estudo são apresentados a seguir:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEST_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 CRISE_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 INDEP_{it} + \beta_7 TAMca_{it} + \beta_8 QTREUNI_{it} + \beta_9 DUAL_{it} + \beta_{10} COMAUD_{it} + \beta_{11} NGCBMF_{it} + \beta_{12} SETOR + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEST_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 CRISE_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 INDEP_{it} + \beta_7 TAMca_{it} + \beta_8 QTREUNI_{it} + \beta_9 CEOinCA_{it} + \beta_{10} COMAUD_{it} + \beta_{11} NGCBMF_{it} + \beta_{12} SETOR + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde: AD_{it} - os *Accruals* discricionários da empresa i no ano t ; $CEST_{it}$ - *dummy* de controle estatal da empresa i no ano t ; MTB_{it} - *Market-to-Book* da empresa i no ano t ; END_{it} - endividamento da empresa i no ano t ; $CRISE_{it}$ - *dummy* de crise; TAM_{it} - tamanho da empresa i no ano t ; $INDEP_{it}$ - proporção de conselheiros independentes sobre o total de conselheiros; $TAMca_{it}$ - logaritmo natural do total de conselheiros da empresa i no ano t ; $QTREUNI_{it}$ - quantidade de reuniões do conselho de administração da empresa i no ano t ; $DUAL$ - acumulação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho; $COMAUD$ - existência de comitê de auditoria; $NGCBMF_{it}$ - listagem nos níveis de governança corporativa; $SETOR_{it}$ - setor da empresa i no ano t ; $CEOinCA$ - participação do diretor presidente no conselho.

4. Análise dos Resultados

A Tabela 1 apresenta os resultados da regressão pelo Método dos Mínimos Quadrados em dois Estágios do modelo KS (1995). Os *accruals* discricionários são representados pelos erros padrão da regressão.

Tabela 1. Regressão modelo KS (1995) de apuração dos *accruals* discricionários

O teste de Hausman rejeitou a hipótese nula ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.003$). O teste de Chow não rejeitou a hipótese de efeitos *pooled* ($\text{Prob} > F = 1.000$), indicando esse modelo como o mais apropriado à regressão. Os testes de Wald e de Wooldridge identificaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Tais problemas foram tratados pelos estimadores robustos de White.

AT	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	[95% Conf. Interval]	
$\delta 1\text{Rec}$	-4.998E-04	0.003	-0.150	0.884	-0.007	0.006
$\delta 2\text{Desp}$	-0.402***	0.104	-3.860	0.000	-0.607	-0.198
$\delta 3\text{Imob}$	-0.549**	0.266	-2.070	0.039	-1.071	-0.028
_cons	-0.005	0.009	-0.560	0.576	-0.022	0.012
Obs = 1310						

Níveis de significância: 1% (***), 5% (**), 10% (*)

Os *outliers* foram tratados pelo método de winsorização, conforme Apêndice C. Após estimados os *accruals* discricionários, foi aplicado o teste qui quadrado para comparar as variáveis qualitativas dos conselhos entre empresas estatais e não estatais. Esse teste é utilizado quando se pretende analisar a associação entre duas variáveis qualitativas (FIELD, 2009).

A Tabela 2 indica que 12,86% das observações feitas em empresas estatais identificaram o acúmulo dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente pela mesma pessoa, enquanto 23,87% das observações feitas nas empresas não estatais constataram o acúmulo de ambos os cargos pelo mesmo indivíduo.

Tabela 2. Dualidade de cargos

Característica	Controle privado	Controle estatal
Diretor presidente não é presidente do conselho	76,13%	87,14%
Diretor presidente é presidente do conselho	23,87%	12,86%
% Total	100%	100%
Observações	1.613	140
Pearson chi2 (1) = 8,8225		
Pr = 0,003		

Observa-se pela Tabela 3 que as empresas estatais apresentaram maior proporção de casos em que os diretores presidentes são membros dos conselhos (70,21%). Pelos resultados das Tabelas 2 e 3, extrai-se que os diretores presidentes tendem a participar dos conselhos de administração das empresas estatais, contudo, em poucos casos assumem a presidência dos conselhos. Esse comportamento suscita a hipótese de um interesse dessas empresas em ocultar a participação dos CEOs nos conselhos de administração, talvez para transmitirem ao mercado a impressão de que são bem governadas, pois, no Brasil, a participação dos CEOs nos conselhos é comumente abordada apenas em relação à dualidade de cargos.

Tabela 3. Participação do diretor presidente no conselho

Característica	Controle privado	Controle estatal
Diretor presidente não é membro do conselho	48,51%	29,79%
Diretor presidente é membro do conselho	51,49%	70,21%
% Total	100%	100%
Observações	1.614	141
Pearson chi2 (1) = 18,2533		
Pr = 0,000		

Conforme os resultados apresentados na Tabela 4, em 63,83% das observações feitas nas estatais, foi verificado que os conselhos de administração não contam com a formação de um comitê de auditoria. Nas demais empresas, 78,78% das observações não identificaram a constituição de comitês de auditoria. Considerando a amostra total, apenas 22,4% das observações identificaram a existência de comitês de auditoria, resultado insatisfatório em termos de governança corporativa.

Tabela 4. Existência de comitê de auditoria

Característica	Controle privado	Controle estatal
Inexistência de comitê de auditoria	78,78%	63,83%
Existência de comitê de auditoria	21,22%	36,17%
% Total	100%	100%
Observações	1.614	141
Pearson chi2 (1) = 16,7056		
Pr = 0,000		

Foi aplicado o teste de normalidade de Shapiro-Wilk para as variáveis referentes ao tamanho, independência e frequência anual de reuniões dos conselhos. Os resultados rejeitaram a hipótese de normalidade dessas variáveis. Para compará-las entre estatais e não estatais, foi aplicado o teste não paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney.

Os resultados da Tabela 5 indicam que os conselhos de administração das estatais são maiores, menos independentes e reúnem-se mais do que aqueles de empresas não estatais.

Tabela 5. Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney

Variable/group	CEST=0	CEST=1	Z	Prob > z
TAMca				
Obs.	1651	141		
Median	1.792	2.079	-9,262	0,000***
INDEP				
Obs.	1651	141		
Median	0.143	0.000	5,324	0,000***
QTREUNI				
Obs.	1371	135		
Median	4.000	12.000	-12,655	0,000***

Níveis de significância: 1% (***), 5% (**), 10% (*)

A Tabela 6 apresenta as matrizes de correlação das variáveis. A frequência anual de reuniões apresentou relação negativa com o *income decreasing*, indicando que os conselhos que se reúnem mais frequentemente reduzem o gerenciamento do tipo *income decreasing*. Os resultados indicam que o *income increasing* é menos recorrente nas empresas mais endividadas.

Observa-se uma relação negativa entre o tamanho dos conselhos e o GR, sugerindo que conselhos maiores são mais efetivos em reduzir o comportamento discricionário dos gestores. Foi identificado que empresas maiores e aquelas com conselhos de administração mais independentes incorrem menos no gerenciamento de resultados.

Observa-se uma relação positiva entre independência e tamanho dos conselhos, sugerindo que conselhos maiores tendem a ser mais independentes. Entretanto, as empresas estatais apresentaram conselhos maiores, contudo, menos independentes, sendo este um possível indício de que o acionista controlador (governo) mantém um maior contingente de aliados nos conselhos para influenciar suas deliberações.

Tabela 6. Correlação das variáveis

(A)	AD<0	MTB	END	TAM	QTREUNI	INDEP	TAMca
AD<0	1						
MTB	4.90E-03	1					
END	0.07	0.01	1				
TAM	-0.19***	0.15***	0.09***	1			
QTREUNI	-0.11***	-0.09**	-0.02	0.28***	1		
INDEP	-0.03	0.28***	0.18***	0.35***	-0.07*	1	
TAMca	-0.06*	0.13***	0.07**	0.58***	0.24***	0.30***	1
(B)	AD>0	MTB	END	TAM	QTREUNI	INDEP	TAMca
AD>0	1						
MTB	-0.04	1					
END	-0.10**	2.00E-03	1				
TAM	-0.25***	0.41***	0.15***	1			
QTREUNI	0.07	-0.03	-0.04	0.13***	1		
INDEP	-0.21***	0.36***	0.11***	0.42***	-0.07*	1	
TAMca	-0.11**	0.38***	0.05	0.70***	0.09***	0.42***	1

(C)	AD	MTB	END	TAM	QTREUNI	INDEP	TAMca
AD	1						
MTB	-0.01	1					
END	0.01	0.03	1				
TAM	-0.20***	0.34***	0.18***	1			
QTREUNI	-0.06*	-0.05*	-3.40E-03	0.19***	1		
INDEP	-0.07**	0.33***	0.17***	0.40***	-0.05**	1	
TAMca	-0.08***	0.29***	0.09***	0.66***	0.17***	0.37***	1

*Notas: (A) matriz de correlação para os *accruals* discricionários negativos (em módulo); (B) matriz de correlação para os *accruals* discricionários positivos; (C) matriz de correlação para os *accruals* discricionários absolutos. Níveis de significância: 1% (***), 5% (**), 10% (*)

A Tabela 7 apresenta os resultados das regressões. Os modelos M1 e M2 indicam que a crise doméstica reduziu o gerenciamento do tipo *income decreasing*, corroborando a ideia de que, em períodos de crise, as empresas buscam afastar os riscos de falência (PERSAKIS; IATRIDIS, 2016; PAULO; MOTA, 2019), reduzindo a motivação para a redução discricionária dos resultados. Corroborando a proposição de que conselheiros independentes são menos vulneráveis à influência dos gestores e, portanto, mais efetivos em monitorá-los, os modelos M1 e M2 indicam que a independência dos conselhos reduz as práticas de *income decreasing*.

Os modelos M1 e M2 apontam que os comitês de auditoria favoreceram a redução discricionária dos resultados. Cabe destacar que a existência de comitê de auditoria por si só não implica na redução das práticas de gerenciamento de resultados. É necessário analisar as características desses órgãos, tais como independência (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; KLEIN, 2002), frequência anual de reuniões (XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003), tamanho (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004), experiência e formação profissional dos membros (XIE; DAVIDSON; DADALT, 2003).

Corroborando a hipótese H₃ o modelo M2 indica que a participação do diretor presidente no conselho de administração favorece a redução discricionária dos resultados. Tal resultado corrobora os apontamentos de Andrade, Bressan e Iquiapaza (2017), sugerindo que a participação do CEO como membro do conselho de administração compromete a efetividade da função de monitoramento do órgão. Estes achados também corroboram parcialmente Nugroho e Eko (2011) e Moradi et al. (2012).

Os modelos M3 e M4 apontam que as expectativas de crescimento aumentam as práticas de gerenciamento do tipo *income increasing*. As empresas mais endividadas incorreram menos no *income increasing*, corroborando a ideia de que essas empresas são acompanhadas com maior escrutínio por seus credores (PARK; SHIN, 2004).

Os modelos M5 e M6 sugerem que a crise doméstica reduziu os incentivos para as práticas de gerenciamento de resultados. Como essa redução foi observada apenas nas práticas de *income decreasing*, esse resultado pode ser justificado pela lógica de que, durante a crise, as empresas evitaram piorar seus resultados discricionariamente para afastarem os riscos de falência (PERSAKIS; IATRIDIS, 2016).

O tamanho das empresas apresentou relação negativa com o gerenciamento de resultados em todos os modelos, corroborando a perspectiva de que as grandes empresas são acompanhadas ativamente pelo mercado, reduzindo as oportunidades para os gestores incorrerem no gerenciamento de resultados (HOCHBERG, 2012; PARK; SHIN, 2004). Corroborando a hipótese H₁, em todos os modelos de regressão a independência dos conselhos de administração apresentou relação negativa com os *accruals* discricionários. A despeito desse resultado, foi identificado que os conselhos de administração das empresas listadas no mercado brasileiro apresentaram uma baixa proporção de membros independentes, principalmente as empresas controladas pelo governo, indicando a necessidade de aumentar a independência dos conselhos de administração dessas empresas para melhorar a qualidade dos resultados divulgados.

Tabela 7. Resultados dos modelos econométricos 2 e 3

O teste VIF (*Variance Inflation Factor*) não constatou problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes. Os testes de Breush Pagan rejeitaram a hipótese de efeitos *pooled*, enquanto os testes de Hausman não rejeitaram a hipótese de efeitos aleatórios, sendo todas as regressões estimadas pelo modelo de efeitos aleatórios. Os testes de Wald e de Wooldridge identificaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Tais problemas foram tratados pela adoção dos estimadores robustos de White.

Variable	AD<0		AD>0		AD	
	M1 (DUAL)	M2 (CEOinCA)	M3 (DUAL)	M4 (CEOinCA)	M5 (DUAL)	M6 (CEOinCA)
CEST	0.001	0.001	0.009	0.009	0.005	0.004
MTB	2.17E-04	3.19E-04	0.003**	0.002*	4.81E-04	4.84E-04
END	0.004	0.005	-0.022*	-0.022**	-0.003	-0.002
CRISE	-0.005**	-0.005**	1.85E-04	-8.64E-05	-0.004**	-0.004**
TAM	-0.005***	-0.005***	-0.004**	-0.004**	-0.005***	-0.005***
INDEP	-0.016*	-0.016*	-0.027***	-0.026***	-0.014*	-0.015*
TAMca	0.002	0.001	-0.003	-0.001	0.001	0.001
QTREUNI	3.63E-05	2.55E-05	-3.22E-04	-3.86E-04	3.23E-05	1.84E-05
DUAL	0.003		-0.003		-1.53E-04	
CEOinCA		0.005*		-0.003		0.003
COMAUD	0.012***	0.012***	0.006	0.006	0.011***	0.011***
NGCBMF	0.005	0.005	0.002	0.002	0.004	0.004
SETOR						
Petróleo, gás	-0.007	-0.009	-0.015	-0.011	-0.012	-0.012
Materiais básicos	0.007	0.008	1.71E-04	0.001	0.006	0.007
Bens Industriais	0.002	0.002	0.003	0.004	0.003	0.004
Consumo não cíclico	0.024***	0.025***	-0.007	-0.007	0.021***	0.022***
Consumo cíclico	0.008	0.009	0.001	0.002	0.006	0.006
Saúde	0.030***	0.030***	(empty)	(empty)	0.028***	0.029***
Tecnologia	0.026**	0.025**	0.014	0.014	0.018	0.018
Telecomunic.	0.001	0.002	0.007	0.009	0.009	0.009
Utilidade pública	-0.007	-0.006	-0.003	-0.002	-0.007	-0.006
_cons	0.096***	0.096***	0.090***	0.093***	0.102***	0.101***
N (obs)	717	719	317	318	1034	1037
N (groups)	176	176	109	109	201	201
Teste de Breush Pagan						
Prob>chi2=	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Hausman						
Prob>chi2=	0.143	0.140	0.408	0.166	0.150	0.122

Níveis de significância: 1% (***), 5% (**), 10% (*)

5. Considerações Finais

Este estudo analisou algumas características dos conselhos de administração de empresas estatais e não estatais e como essas características se relacionam com o gerenciamento de resultados. A amostra do estudo abrangeu 201 empresas, sendo 25 de controle estatal. O estudo considerou o período de 2010 a 2015. Os dados foram analisados por meio de testes não paramétricos e de regressões múltiplas com dados em painel.

Foram analisadas características tais como tamanho e independência dos conselhos, presença do diretor presidente no conselho de administração, acumulação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente, quantidade anual de reuniões e existência de comitê de auditoria.

O gerenciamento de resultados foi representado pelos *accruals* discricionários sinalizados e absolutos. Foi identificado que os conselhos de empresas estatais são menos independentes, maiores e se reúnem com maior frequência. A presença do CEO no conselho de administração mostrou-se mais recorrente em empresas estatais, apesar de poucos casos indicarem o acúmulo dos cargos de presidente do conselho e CEO nessas empresas. As observações apontam uma baixa adoção à constituição de comitês de auditoria pelas empresas da amostra.

Os resultados indicam que a independência dos conselhos reduz as práticas de gerenciamento de resultados e que a participação do diretor presidente como membro do conselho de administração favorece o gerenciamento do tipo *income decreasing*.

Infere-se do presente estudo que a independência dos conselheiros contribui para a efetividade da função de monitoramento e redução das práticas de *Earnings Management*. Pode-se inferir também desta pesquisa que a efetividade da função de monitoramento do conselho pode ser afetada, quando ocorre a presença de diretores executivos no conselho, assumindo ou não a função de Presidentes do conselho. Outro resultado interessante foi que a crise doméstica reduziu o gerenciamento do tipo *income decreasing*, corroborando a ideia de que, em períodos de crise, as empresas buscam afastar os riscos de falência, reduzindo a motivação para a redução discricionária dos resultados.

Ademais, constatou-se que os comitês de auditoria favoreceram a redução discricionária dos resultados, indicando que a constituição desses órgãos, por si só, não implica necessariamente na redução das práticas de gerenciamento de resultados. Em termos práticos, este estudo alerta sobre a relevância da independência dos conselhos de administração para a redução da assimetria informacional, sugerindo que os investidores estejam atentos a esse aspecto ao tomarem suas decisões.

As limitações deste estudo referem-se à não abordagem de outras características dos conselhos de administração, tais como a remuneração, o *board interlocking*, a formação e experiência profissional dos membros, entre outras que possam influenciar a efetividade dos conselhos no exercício de suas atribuições.

É sugerido que estudos futuros analisem as características dos comitês de auditoria, tais como independência, frequência anual de reuniões, experiência e formação profissional dos membros, analisando como essas características afetam o gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. E. F.; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de Resultados para Sustentar a Expectativa do Mercado de Capitais: impactos no índice Market-to-book. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2011.
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 315-342, 2004.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A.; MENDES-DA-SILVA, W. Reasons for and Implications of the Presence of Institutional Investors in the Ownership Structure of Brazilian Companies. **Corporate Ownership & Control**, v. 13, n. 4, p. 598-608, 2016.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Dual Class Shares, Board of Directors' Effectiveness and Firm's Market Value: an empirical study. **Journal of Management and Governance**, v. 22, p. 1-40, 2017.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 19, p. 27-39, 2013.
- CARVALHO, D. The Real Effects of Government-Owned Banks: Evidence from an emerging market. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 577-609, 2014.
- CHANEY, P. K.; FACCIO, M.; PARSLEY, D. The quality of accounting information in politically connected firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, p. 58-76, 2011.

- CHARITOU, A.; LAMBERTIDES, N.; TRIGEORGIS, L. Earnings Behaviour of Financially Distressed Firms: The Role of Institutional Ownership. **ABACUS**, v. 43, n. 3, 2007.
- CHINTRAKARN, P.; JIRAPORN, P.; KIM, Y. S. Did Firms Manage Earnings more Aggressively during the Financial Crisis?, **International Review of Finance**, 2017.
- CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**.v. 88, p. 554–580, 2008.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. **Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. **Acesso em: 30 de abril de 2017**.
- CUNHA, P. R.; PICCOLI, M. R. Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179-196, 2017.
- DIMITRAS, A. I.; KYRIAKOU, M. I.; IATRIDIS, G. Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe. **Research in International Business and Finance**, v. 34, p. 338–354, 2015.
- ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de Resultados nos Diferentes Níveis de Governança Corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, p. 32-42, 2013.
- FERNANDES, M.; NOVAES, W. **The Government as a Large Shareholder**: Impact on corporate governance. Working Paper Series 458, CEQEF, FGV-EESP, São Paulo, 2017.
- FIELD, A. **Descobrimos a Estatística usando o SPSS**. 2 ed. Tradução de Lorí Viali. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- FRAILE, I. A.; FRADEJAS, N. A. Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. **European Management Journal**, v. 32, p. 646-657, 2014.
- GHAZALI, A. W.; SHAFIE, N. A.; SANUSI, Z. M. Earnings Management: An Analysis of Opportunistic Behaviour, Monitoring Mechanism and Financial Distress. **Procedia Economics and Finance**, v. 28, p. 190 - 201, 2015.
- GOTAÇ, D. F.; MONTEZANO, R. M. S.; LAMEIRA, V. J. Governança Corporativa e Custos de Agência nas Empresas com Influência Governamental. **Revista Eletrônica Sistemas & Gestão**, v. 10, n. 3, p. 408-425, 2015.
- GU, Z.; LEE, C.-W. J.; ROSETT, J. G. What Determines the Variability of Accounting Accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 313–334, 2005.
- HOCHBERG, Y. V. Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. **Review of Finance**, v. 16, n. 2, p.429-480, 2012.
- HOLTZ, L.; SARLO NETO, A. Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 66, p. 255-266, 2014.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>>
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KANG, S. **Earnings management to avoid losses and performance of accrual prediction models**. Working paper, Yale University, New Haven, 1999.
- KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in Testing Earnings Management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.
- KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 375–400, 2002.

MARRA, A.; MAZZOLA, P.; PRENCIPE, A. Board Monitoring and Earnings Management Pre- and Post-IFRS. **The International Journal of Accounting**, v. 46, p. 205-230, 2011.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**. v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.

MARTINEZ, A. L. Quando o Conselho de Administração e a Auditoria Evitam o Gerenciamento de Resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. **RIC - Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 76-93, 2010.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de Resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**. v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

MORADI, M.; SALEHI, M.; BIGUI, S.J.H.; NAJARI, M. A Study of Relationship between Board Characteristics and Earning Management: Iranian Scenario. **Universal Journal of Management and Social Sciences**. v. 2, n.3, p. 12-29, march 2012.

MORAIS, H. C. B.; MACEDO, M. A. DA S. Relationship between earnings management and abnormal book-tax differences in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 32, n. 85, p. 46-64, abr. 2021.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. **Reinventando o Capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios: Brasil e outros países**. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015. 402p.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G.; AGUILERA, R. V. New Varieties of State Capitalism: Strategic and governance implications. **The Academy of Management Perspectives**, v. 29, n. 1, p. 115-131, 2015.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 77-100, 2009.

NUGROHO & EKO. Board Characteristic and Earning Management. **Journal of Administrative Science & Organization**, v.18, n. 1, p. 1-10, january 2011.

PAULO, E.; MOTA, R. H. G. Business cycles and earnings management strategies: a study in Brazilian public firms. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 80, p. 216-233, ago. 2019.

PARK, Y. W.; SHIN, H.-H. Board composition and earnings management in Canada. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 431- 457, 2004.

PEASNELL, K. V.; POPE, P. F.; YOUNG, S. Board Monitoring and Earnings Management: Do outside directors influence abnormal accruals? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 32, n. 7, p. 1311-1346, 2005.

PERSAKIS, A.; IATRIDIS, G. E. Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, v. 41, p. 73-101, 2016.

RAN, G.; FANG, Q.; LUO, S.; CHAN, K. C. Supervisory board characteristics and accounting information quality: Evidence from China. **International Review of Economics and Finance**, v. 37, p. 18-32, 2015.

SANTANA, C. V. S. et al. Investor sentiment and earnings management in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 83, p. 283-301, ago. 2020.

SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; DALMÁCIO, F. Z. A Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Informatividade dos Lucros Contábeis Divulgados pelas Empresas Negociadas na Bovespa. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. v. 7, n. 4, p. 301-314, 2010.

SHLEIFER, A. **State Versus Private Ownership**. Working paper 6665, National Bureau of Economic Research, 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Politicians and firms. **Quarterly Journal of Economics**. p.995-1025, 1994.

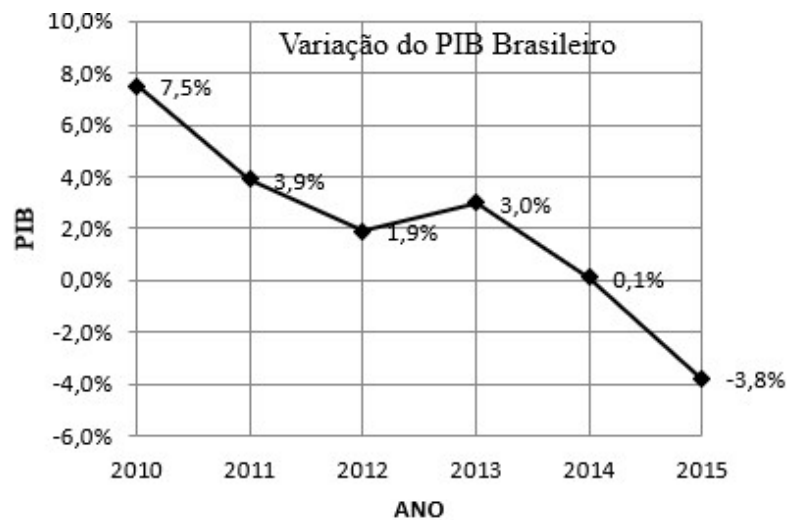
SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

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

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

VAFEAS, N. Board Structure and the Informativeness of Earnings. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, p. 139-160, 2000.

XIE, B.; DAVIDSON III, W. N.; DADALT, P. J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 295– 316, 2003.

Apêndice A: Variação do PIB brasileiro

Fonte: elaborada pelas autoras com os dados disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE (2016). * Nota: Variação percentual dos últimos quatro trimestres em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores.

Apêndice B: Empresas controladas pelo governo

O Apêndice B apresenta a relação de empresas controladas pelo governo brasileiro entre 2010 e 2015.

Empresas controladas pelo governo		Setor	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Petrobras	Petróleo, Gás e biocombustíveis	X	X	X	X	X	X
2	Cemig	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
3	Eletrobras	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
4	Copel	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
5	Sabesp	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
6	Celesc	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
7	Copasa	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
8	Cesp	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
9	Lupatech	Petróleo, Gás e biocombustíveis			X	X		
10	Sanepar	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
11	Telebras	Telecomunicações	X	X	X	X	X	X
12	Emae	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
13	Tupy	Bens industriais	X	X	X	X	X	X
14	Paranapanema	Materiais básicos	X	X	X	X	X	X
15	Eletropar	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
16	Ceb	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
17	Casan	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
18	SPTuris	Consumo Cíclico	X	X	X	X	X	X
19	Celgpar	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
20	Invepar	Bens industriais			X	X	X	X
21	Litel	Materiais básicos	X	X	X	X	X	X
22	Sauipe	Consumo Cíclico	X	X	X	X	X	X
23	Statkraft	Utilidade Pública		X	X	X	X	

24	Ceee-Gt	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X
25	Ceee-D	Utilidade Pública	X	X	X	X	X	X

Fonte: Base de dados Económica.

Apêndice C: Winsorização dos *outliers*

O Apêndice B apresenta as frações de winsorização das variáveis com *outliers*. Foram gerados gráficos *boxplot* para a detecção dos percentis de winsorização.

Variáveis	<i>Winsorized fraction</i>
AD	0.055
MTB	0.065
END	0.029
TAM	0.057
INDEP	0.025
QTREUNI	0.025