

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – PUC/SP
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

FRANCISCO CARVALHO COSTA NETO

**O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DURANTE A FASE DE ABERTURA DE
CAPITAL DAS EMPRESAS QUE FORAM LISTADAS NA BOVESPA EM 2007**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

ORIENTADOR: PROF. DR. SÉRGIO DE IUDÍCIBUS

SÃO PAULO

2011

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

FRANCISCO CARVALHO COSTA NETO

**O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DURANTE A FASE DE ABERTURA DE
CAPITAL DAS EMPRESAS QUE FORAM LISTADAS NA BOVESPA EM 2007**

Dissertação apresentada à banca
examinadora da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como exigência
parcial para obtenção do título de Mestre em
Ciências Contábeis, sob orientação do
Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC/SP

SÃO PAULO

2011

**O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DURANTE A FASE DE ABERTURA DE
CAPITAL DAS EMPRESAS QUE FORAM LISTADAS NA BOVESPA EM 2007**

FRANCISCO CARVALHO COSTA NETO

**Dissertação apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de
Mestre em Ciências Contábeis**

Data de Aprovação: ____ / ____ / ____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus – Pontifícia Universidade Católica – PUC/SP

Prof. Dr. José Carlos Marion – Pontifícia Universidade Católica – PUC/SP

Prof. Dr. Eliseu Martins – Universidade de São Paulo - USP

DEDICATÓRIAS

aos meus filhos Matheus e Larissa,
razão de toda luta e conquista

AGRADECIMENTOS

A Deus, por ter me acompanhado e proporcionado as condições necessárias para a realização deste trabalho.

Ao meu pai Edgar e minha mãe Lourdes, pelo exemplo de vida e dedicação aos estudos dos filhos.

À minha irmã Irene Garcia Costa de Souza, pelo constante incentivo ao meu ingresso no curso de mestrado e significativos conselhos durante os estudos desde a mais tenra idade.

À Beatriz Garcia Costa, cujas recomendações fizeram deste trabalho um texto de fácil entendimento.

A minha esposa Flávia, que acumulou as funções de mãe e pai durante esta fase de estudos.

Aos filhos Matheus e Larissa, por quase sempre entender a necessidade dos meus estudos.

Ao Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus, pela dedicação na orientação do trabalho, pelo exemplo que é para toda esta geração de estudiosos da ciência contábil e pela simplicidade em que consegue traduzir seus conhecimentos. Um verdadeiro *“gentleman”*.

Ao Prof. Dr. José Carlos Marion e ao Prof. Dr. Eliseu Martins, pelas construtivas recomendações e sugestões que proporcionaram a finalização e divulgação deste material.

Ao Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos e à Profa. Dra. Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos, coordenadores do curso de Ciências Contábeis desta instituição, pelo auxílio e convivência durante o curso.

Estar decidido, acima de qualquer coisa, é o segredo do êxito.

Henry Ford

RESUMO

Com a evolução dos mercados, principalmente a partir da globalização, os investidores passaram a demandar informações mais detalhadas sobre a realidade financeira das organizações.

Na medida em que a informação contábil insere-se no processo de decisões, ela passa a ter importantes implicações econômicas para os diversos agentes. Esse aspecto é particularmente crucial quando se está lidando com investidor que cogite investir recursos numa carteira de ações.

Este trabalho tem por objetivo identificar, através de técnicas estatísticas, evidências da possibilidade da existência de Acumulação Discricionária com relação às demonstrações contábeis apresentadas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para aquelas 56 empresas que foram listadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o ano de 2007.

A referência às Acumulações Discricionárias foi trabalhada de acordo com as técnicas desenvolvidas por Kang e Sivaramakrishnan (1995), com o objetivo de constatar se tais acumulações podem ser encontradas.

Considerou-se os níveis de Governança Corporativa da Bovespa (NM, N1GC e N2GC) em que a ação de cada empresa foi listada quando da abertura de capital, com o objetivo de verificar se este indicador pode ter sido um fator decisivo para a os resultados da Acumulação Discricionária.

O estudo é limitado às informações públicas obtidas no site da CVM, através do programa DivEx. Os trabalhos estatísticos foram desenvolvidos através do software SPSS.

O resultado dos testes empíricos demonstra que possivelmente, a Acumulação Discricionária pode ter sido utilizada pelos gestores tanto de forma positiva como negativa, e adicionalmente, que o tratamento contábil é dado de forma diferenciada para os três níveis de Governança Corporativa.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Bovespa, Demonstrações contábeis e Acumulações Discricionárias.

ABSTRACT

With the evolution of markets, mainly after globalization, investors started to demand more detailed information about the financial reality of organizations.

To the extent that the accounting information is introduced in the process of decisions, it starts to have important economic implications to the several agents. This aspect is particularly crucial when one is dealing with an investor who considers investing resources in stock portfolio.

The aim of this paper is to identify, through statistical techniques, the possibility of evidence on the existence of Discretionary Accruals concerning the financial statements presented to the Stock Exchange Commission of Brazil (CVM) to those 56 companies listed in São Paulo Stock Market (Bovespa) during the year of 2007.

The reference to the Discretionary Accruals were worked on according the techniques developed by Kang and Sivaramakrishnan (1995), aiming at establishing whether such accruals can be found.

The levels of Bovespa's Corporate Governance (NM, N1GC e N2GC), in which each company's stock was listed in the Initial Public Offering, were considered, with the goal of investigating if this indicator can have been a decisive factor to the results of Discretionary Accrual.

The present study is limited to the public information obtained in CVM website through the program DivEx. The statistical work was developed through the software SPSS.

The result of empirical test shows that possibly Discretionary Accruals could be used by management as positive and negative, and, also, that the accounting treatment is given by different ways for the three levels of Corporate Governance.

Keyword: Corporate Governance, Bovespa, Financial Statements and Discretionary Accruals.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	3
LISTA DE TABELAS	4
LISTA DE QUADROS	5
LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE GRÁFICOS	7
1. INTRODUÇÃO	8
1.1. Tema e problema de pesquisa	13
1.2. Hipótese metodológica	16
1.3. Objetivos da pesquisa	17
1.4. Justificativas do trabalho	18
1.5. Organização do trabalho	19
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1. A Acumulação Discricionária	21
2.1.1. O Gerenciamento dos Resultados Contábeis	21
2.1.2. Acumulações (<i>Accruals</i>) e Acumulações Discricionárias (<i>Discretionary Accruals</i>)	24
2.2. Governança Corporativa	28
2.2.1. Conceitos e definições de Governança Corporativa	28
2.2.2. Modelos de Governança Corporativa	30
2.2.3. Princípios de Governança Corporativa	33
2.2.4. Custos de agência	34
2.2.5. A Governança Corporativa no Brasil	35
2.2.6. Governança Corporativa pela Bovespa	36
2.2.7. Os avanços dos níveis de Governança Corporativa	39
2.3. Pesquisas anteriores	41
3. METODOLOGIA	52
3.1. Tipologia do estudo	52
3.2. Coleta de dados	52
3.3. Plano amostral	53
3.4. Variáveis Operacionais	55
3.4.1. Índice de Receita	57
3.4.2. Índice de Despesa	57
3.4.3. Índice de Ativo Imobilizado	58
3.5. Testes estatísticos de validação da amostra	59
3.6. Estrutura das análises	59
3.7. Limitações da pesquisa	60
4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	61
4.1. Pressupostos para a escolha dos testes estatísticos	61
4.1.1. Normalidade	62
4.2. Análise das empresas em conjunto	64
4.2.1. Teste de significância paramétrico: Teste <i>t</i>	64
4.3. Análise dos testes de regressão linear	68
4.3.1. Modelo aplicado	68
4.3.2. Teste das estimativas das Acumulações Discricionárias	70
5. CONCLUSÃO	73
5.1. Avaliação dos resultados	73

5.2. Limitações deste estudo75

5.3. Oportunidade de pesquisas futuras75

BIBLIOGRAFIA77

ANEXO I.....83

ANEXO II.....85

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPO	Initial Public Offering
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
N1GC	Nível 1 de Governança Corporativa
N2GC	Nível 2 de Governança Corporativa
NM	Novo Mercado
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
ADR	American Depositary Receipt
BDR	Brazilian Depositary Receipts
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
CCR	Companhia de Concessões Rodoviárias

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Índice de fechamento da Bovespa	10
Tabela 2: Abertura de capital de acordo com os critérios de Governança Corporativa	39
Tabela 3: Quantidade de empresas que foram listadas em 2007 (independente da Governança Corporativa)	40
Tabela 4: Resumo dos casos processados do teste de normalidade - empresas em conjunto	62
Tabela 5: Teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov - empresas em conjunto	63
Tabela 6: Teste t das amostras - empresas em conjunto	66
Tabela 7: Comparação <i>t</i> versus <i>t</i> crítico	68
Tabela 8: Estimativa das Acumulações Discricionárias - agrupamentos específicos	70
Tabela 9: Distribuição das acumulações discricionárias pelo índice de rentabilidade do ativo	71
Tabela 10: Variação de LL/AT entre 2006 e 2007	73

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Gerenciamento dos resultados contábeis <i>versus</i> Contabilidade Fraudulenta / Práticas Impróprias	23
Quadro 2: Características dos modelos internacionais de Governança Corporativa	31
Quadro 3: Normas de conduta da Bovespa por nível de Governança Corporativa	38
Quadro 4: Modelo de Healy (1985)	43
Quadro 5: Modelo de Jones (1991)	44
Quadro 6: Modelo modificado de Jones (1995)	44
Quadro 7: Modelo Kang & Sivaramakrishnan (1995)	45
Quadro 8: Dados das empresas componentes da amostra ordenadas pelo Mercado	54
Quadro 9: Dados das empresas componentes da amostra ordenadas pelo Segmento	55
Quadro 10: Modelo Acumulação Discricionário KS (1995)	56
Quadro 11: Índices utilizados no modelo KS (1995)	56
Quadro 12: Hipóteses estatísticas para os testes de significância - empresas em conjunto	64

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Os usuários da informação contábil e a informação contábil propriamente dita	14
Figura 2: Fluxo informacional das Acumulações Discricionárias	27
Figura 3: Maneiras de Reduzir a Variabilidade (Income Smoothing)	47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução diária do índice Bovespa (Jan/2006 – Dez/2007)	9
Gráfico 2: Quantidade de empresas listada em cada nível de Governança Corporativa	40

1. INTRODUÇÃO

A grande maioria das referências para as demonstrações contábeis, tanto para divulgação na mídia, quanto para os trabalhos acadêmicos, são de empresas já consolidadas cuja estrutura de controles e de capital já estão bem definidas.

Estas empresas possuem uma série de vantagens, primeiro pela estrutura de capital e de pessoal, já que incrementam as possibilidades de investimento e de estratégia organizacional e, também, pelas garantias que as mesmas podem oferecer devido a propriedade de ativos.

Entretanto, muitas empresas iniciam o processo de abertura de capital com o intuito de atrair capital para as operações do dia a dia, uma vez que não possuem acesso a juros baixos, bem como uma estrutura administrativa e de talentos no mesmo patamar das grandes corporações nacionais.

Além disso, alguns fatores como a necessidade de acompanhar os concorrentes e sobreviver no mercado, os crescentes custos demandados com pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, a internacionalização do capital e dos mercados, entre outros, impossibilitam o empreendedor de participar ativamente da economia com seus produtos e serviços, somente com o seu próprio capital oriundo de suas economias e/ou de suas famílias.

A captação de recursos no mercado financeiro tem dado o fôlego necessário para alguns empreendedores durante muito tempo; entretanto, as altas taxas de juros do mercado financeiro e, por outro lado, a baixa remuneração oferecida pelos bancos ao investidor comum (títulos do governo, etc.), torna a economia brasileira um mercado ideal para a captação direta de recursos em contrapartida da oferta de participação na empresa.

A ciência contábil e seus processos de divulgação têm fornecido subsídios suficientes para auxiliar os investidores em suas decisões de composição da carteira de investimento e, adicionalmente, vem se adequando e adaptando às novas necessidades do mercado de capitais.

No Brasil, a quantidade de empresas que vieram a abrir o seu capital na Bovespa em um único ano, aumentou de 14 em 2005, para 44 em 2006 e, posteriormente, para 82 em 2007.

Adicionalmente, conforme as informações do site www.infomoney.com.br em 04 de janeiro de 2008 “durante todo o ano de 2006, 219.634 pessoas físicas participaram do mercado de ações, enquanto que, em 2007, esse número passou para 456.557 investidores”.

Entre os fatores que podem ter incentivado o empresário a tornar pública a sua empresa, durante aquele período, estavam o bom momento da economia brasileira atrelado aos rumos da economia mundial e o aumento do apetite dos investidores pelo risco dos papéis de empresas.

Na evolução do índice Bovespa, demonstrada no gráfico a seguir, pode-se acompanhar como os papéis se comportaram entre 2006 e 2007, e a forte inclinação ocorrida no ano de 2007.

Gráfico 1: Evolução diária do índice Bovespa (Jan/2006 – Dez/2007)



Extraído do site www.advfn.com em 18/10/2010

A evolução contida no gráfico acima tem o seu ponto de encerramento anual demonstrado na tabela a seguir. Estes índices eram mensalmente anunciados pela mídia como a grande oportunidade para o pequeno investidor incrementar a sua poupança pessoal com um risco um pouco maior.

Tabela 1: Índice de fechamento da Bovespa

Ano	Índice de fechamento
2005	33.461
2006	44.476
2007	63.884

Baseado nas informações da quantidade de empresas que estavam dispostas a se tornar públicas no período e à evolução dos indicadores da Bovespa, bem como das ações que compõem este índice, propõe-se a utilização para o desenvolvimento deste estudo das demonstrações contábeis das empresas que definitivamente abriram seu capital ao mercado.

Neste raciocínio, o trabalho objetiva a utilização dos dados das Demonstrações Contábeis entre o ano de 2006 (relatórios finais ou intermediários) e de 2007, sendo tais informações as mesmas que estavam à disposição da sociedade quando da abertura de capital destas empresas.

Estes períodos foram selecionados por considerar que no ano de 2007 possa ter existido a possibilidade de algum fator mercadológico ter influenciado o gestor quanto ao gerenciamento de resultados.

Como se verá mais adiante, os dados contábeis extraídos das demonstrações contábeis destes exercícios serão necessários para a identificação das variáveis que serão objeto do trabalho estatístico para fins deste trabalho, uma vez que toda a metodologia utiliza os dados do ano objeto do trabalho, 2007, e os dados do ano imediatamente anterior, que é 2006.

Os nossos comentários na introdução deste trabalho podem ser descritos de outra forma, utilizando-se termos contábeis, técnicos e financeiros, de maneira que a identificação do problema e a abordagem para sua solução fiquem mais objetivas. Isso implica em enquadrar o problema nos campos das Ciências Contábeis, de forma que possa ser tratado científica e tecnicamente.

Por um lado, tem-se o arcabouço contábil com os postulados, princípios e convenções contábeis, onde se baseia toda a abordagem da contabilidade, verificando a relação entre a qualidade da informação e o seu caráter de comparabilidade.

Com relação a esse tema, Ludícibus (2009, p. 66) comenta que “a comparabilidade deve poder propiciar ao usuário o discernimento da evolução, no tempo, da entidade observada ou comparações entre entidades distintas, não devendo, entretanto, constituir entrave para a evolução qualitativa da informação”.

Por outro lado, existem os aspectos mercadológicos da abertura de capital destas empresas, pois quando da preparação para a listagem em bolsa de valores, é exigida uma série de informações contábeis, financeiras e de mercado, com o objetivo de apresentar as qualidades da empresa para a divulgação ao mercado, bem como determinar a valoração inicial do preço da ação que será oferecida ao mercado.

Adicionado a estes conceitos já expostos, é necessário considerar os efeitos relativos à Governança Corporativa das empresas, a relação com os investidores, governos e com os demais componentes do setor de atuação que a empresa participa.

A Governança Corporativa pode ser definida como o conjunto de processos, costumes, políticas, leis, regulamentos e instituições que regulam a maneira como uma empresa é dirigida, administrada ou controlada. O termo inclui também o estudo sobre as relações entre os diversos atores envolvidos (os *stakeholders*) e os objetivos pelo qual a empresa se orienta.

Os principais atores tipicamente são os acionistas, a alta administração e o conselho de administração. Outros participantes da Governança Corporativa incluem os funcionários, fornecedores, clientes, bancos e outros credores, instituições reguladoras (como a CVM, o Banco Central, etc.), os auditores independentes, o meio-ambiente e a comunidade em geral.

Uma definição da importância do conceito de Governança Corporativa apresentada ao mercado pelas empresas é dada por Lima *et al.* (2002, p. 2):

[...] com a redução do risco das empresas no mercado acionário, em decorrência da maior transparência das informações contábeis e da prática da boa Governança Corporativa, pressupostamente, maior fatia de poupadores estaria propensa a aplicar seus recursos neste tipo de ativo, o capital das companhias. Logo, é razoável afirmar que a prática da boa Governança Corporativa implica em um fator de suma importância ao desenvolvimento no mercado de capitais e, conseqüentemente, do crescimento econômico nacional.

As empresas se esforçam para demonstrar aos investidores o interesse em se adequar às práticas de transparência na administração e participar do rol das melhores empresas para receber os investimentos.

Adicionalmente a este fato, a Bovespa instituiu uma segregação entre níveis com o objetivo de demonstrar detalhadamente o interesse das empresas na transparência ao mercado. Os níveis de Governança Corporativa da Bovespa são atribuídos às empresas de acordo com o grau de comprometimento com o mercado e podem ser: Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC), Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC) e Novo Mercado (NM).

Os níveis de Governança Corporativa são relacionados de acordo com o comprometimento com a transparência ao mercado, sendo as empresas listadas no Novo Mercado aquelas que possuem maior comprometimento, seguidas pelas empresas constantes no rol do nível 2 e posteriormente o nível 1.

Estes níveis podem ser reavaliados de acordo com as manifestações das empresas, incentivando desta forma a melhoria no comprometimento das divulgações de informações ao mercado.

Segundo o IBGC (2006), a solução encontrada pela Bovespa realmente tem funcionado na prática, pois empresas que antes não recebiam o merecido reconhecimento dos investidores por suas práticas de governança têm atualmente obtido tal reconhecimento. Além disso, houve um aumento do número de investidores na qualidade de pessoas físicas. Nestes segmentos o volume financeiro negociado diariamente por pessoas físicas é 30% do volume total negociado. Outro dado importante é que o conjunto de empresas que aderiram a estes segmentos representa mais de 40% do movimento das companhias listadas.

A determinação para o envolvimento dos fatores acima com a Acumulação Discricionária, envolve em um primeiro momento o significado do termo discricionário onde os efeitos considerados nas demonstrações contábeis não têm nenhuma relação com a realidade do negócio das empresas.

Segundo o princípio contábil da realização da receita e da confrontação com as despesas (mais conhecido como competência), os efeitos contábeis devem ser reconhecidos de acordo com os períodos em que tais fatos geradores ocorreram.

Entretanto, o efeito financeiro destes registros contábeis muitas vezes ocorre em um período diferente.

Desta forma, há a possibilidade de se antecipar receitas ou postergar despesas visando o aumento do lucro em um período corrente. Existe ainda, a possibilidade de se postergar receitas ou antecipar despesas, visando a redução do lucro em um período corrente com o objetivo de aumentar os lucros de períodos futuros.

Considerando que as companhias abertas são obrigadas a apresentar demonstrações contábeis para cada período de três meses, encontra-se um vasto caminho para a possibilidade da ocorrência das acumulações discricionárias.

Martinez (2001, p. 1), identifica três causas que podem contribuir para a existência destes efeitos:

- i) o desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados;
- ii) a pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de atrair novos investidores e acionistas; e una-se a isso,
- iii) a ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isto implique sacrifício futuro da organização.

1.1. Tema e problema de pesquisa

O tema e o problema de pesquisa constituem-se nos elementos mais importantes de um estudo científico, pois são os objetos através dos quais todo o trabalho é desenvolvido, desde a fase inicial até o relatório final.

Conforme Bovespa (2009, p. 6) alguns dos benefícios para a empresa, quando da abertura de capital em bolsa de valores, podem ser:

- i) a empresa passa a ter mais acesso ao capital;
- ii) liquidez patrimonial para os investidores;
- iii) utilização das ações como forma de pagamento em aquisições;
- iv) criação de um referencial de avaliação do negócio;
- v) a empresa melhora sua imagem institucional e fortalece o relacionamento com seus públicos; e
- vi) reestruturação de passivos.

Para o objetivo deste trabalho, define-se que o tema é delimitado pelo estudo comparativo das demonstrações contábeis que se tornaram públicas por ocasião da abertura de capital, considerando que tais informações foram tomadas como base pelos administradores destas empresas para atrair os investidores e proporcionar a capitalização das entidades.

Pode-se partir da premissa que as informações contábeis devem ter uma definição prática com o objetivo de atender aos seus usuários e, desta forma, fornecer a informação que possa ser utilizada como fator de decisão por qualquer usuário capacitado para sua leitura.

Quanto à referência aos usuários da informação e suas necessidades, é importante ter em mente a relação demonstrada a seguir elaborada por Ludícibus (2009, p. 5) que considera os principais usuários e a natureza básica das principais informações requisitadas ou necessárias por estes agentes, conforme a figura a abaixo.

Figura 1: Os usuários da informação contábil e a informação contábil propriamente dita

Usuário da informação contábil	Meta que desejaria maximizar ou tipo de informação mais importante
Acionista minoritário	Fluxo regular de dividendos.
Acionista majoritário ou com grande participação	Fluxo de dividendos, valor de mercado da ação, lucro por ação.
Acionista preferencial	Fluxo de dividendos mínimos ou fixos.
Emprestadores em geral	Geração de fluxos de caixa futuros suficientes para receber de volta o capital mais juros, com segurança.
Entidades governamentais	Valor adicionado, produtividade, lucro tributável.
Empregados em geral, como assalariados	Fluxo de caixa futuro capaz de assegurar bons aumentos ou manutenção de salários, com segurança; liquidez.
Média e alta administração	Retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido; situação de liquidez e endividamento confortável.

Extraído de Ludícibus (2009, p. 5)

O processo de abertura de capital, geralmente, envolve todos aqueles listados no quadro acima, uma vez que se tem o fluxo dos recursos originados pelo surgimento dos acionistas minoritários, cujo destino, através da transferência para os acionistas majoritários, será fazer parte e se integrar à operação da empresa e incrementar a capacidade da geração de dividendos para todos os acionistas.

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 199-200) comentam que um dos objetivos básicos que se imagina ser mais importante para divulgação do lucro é a necessidade de distinção entre capital aplicado e lucro. E, como objetivos mais específicos, os autores destacam o uso do lucro como uma medida de eficiência da gestão da empresa ou como medida de desempenho e orientação para decisões gerenciais futuras, bem como o uso de dados históricos de lucro como instrumento de predição da trajetória futura da empresa ou dos pagamentos de dividendos.

Brigham e Houston (1999, p. 28) afirmam que o objetivo principal da administração é maximizar a riqueza dos acionistas ou, de forma mais abrangente, maximizar o valor da empresa. Com efeito, o valor é embasado nos lucros e no fluxo de caixa que se espera que a entidade proporcione no futuro.

Conforme Leão (2001, p. 95), “os investidores, no mercado de capitais, necessitam tomar decisões sobre que ação comprar, quando comprar, quando vender, como compor uma carteira de ações, qual fundo de ações é o mais arriscado, porém mais rentável, qual o fundo mais seguro e o mais líquido”.

Em um resumo das afirmações anteriores, Ludícibus e Marion (2002, p. 35) destacam que para os usuários, “a informação contábil estruturada, fidedigna, tempestiva e completa pode ser a diferença entre o sucesso e o fracasso”.

Desta forma, para cada empresa a ser testada durante a execução das atividades estatísticas, são utilizadas duas demonstrações para a realização do trabalho, sendo a primeira referente ao ano imediatamente anterior da abertura pública de capital, e a segunda, do ano da efetivação do registro na Bovespa.

Adicionalmente, em paralelo aos testes de todas as empresas selecionadas, serão elaboradas as análises das empresas objeto do trabalho respeitando o agrupamento pelo nível de Governança Corporativa determinado pela Bovespa.

Conforme) Vieira e Mendes (2004, p. 104), “a prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia”.

Em face destas considerações, formula-se a seguinte questão de pesquisa para delinear o estudo:

A acumulação discricionária pode ser a razão para a variabilidade da rentabilidade entre o período anterior e o período da abertura de capital para as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) durante o ano de 2007?

Em outras palavras, o estudo busca investigar se, para possíveis divergências de rentabilidade entre os dois períodos, existe a possibilidade de relacioná-los aos problemas de Acumulação Discricionária originados na gestão das empresas, que possivelmente teriam influência na determinação do preço das ações distribuídas no mercado.

Adicionalmente, o parâmetro desejado deveria concluir que, quanto maior o nível de transparência de acordo com os níveis de governança da Bovespa, menor deveria ser a dispersão dos dados encontrados, uma vez que o agrupamento dos dados daquelas empresas com demonstrações mais transparentes tende a ser mais centralizado do que o daquelas que não tem o mesmo nível de comprometimento com tal informação.

1.2. Hipótese metodológica

A hipótese é definida por Marconi e Lakatos (2001, p. 104), como “o ponto básico do tema, individualizado e especificado na formulação do problema, sendo uma dificuldade sentida, compreendida e definida, necessita de uma resposta, ‘provável, suposta e provisória’”.

É importante ressaltar que diversos fatores tornam as empresas brasileiras muito específicas para efeito da análise que aqui está sendo realizada.

Um fato é a situação presente, em que a bolsa de valores começa a fazer parte da carteira de investimentos do investidor comum, além de todo o esforço da própria Bovespa de passar a imagem de transparência para o mercado.

Adicione-se a este fato a inexistência, no Brasil, de cultura voltada à utilização dos mercados de capitais como alternativa de poupança e à administração dos direitos de acionistas minoritários.

Um outro fator que não pode deixar de ser considerado refere-se à dependência da economia nacional das economias do mercado americano e europeu.

Com base na questão problema e nos procedimentos estatísticos determinados para a realização dos trabalhos, as explicações provisórias consideradas como hipótese são:

- H0. Houve melhora no resultado e/ou rentabilidade das empresas que abriram o capital na Bovespa em 2007 em comparação ao exercício anterior.**
- H1. As empresas com melhora no resultado no ano em que foi efetuada a abertura de capital estiveram envolvidas com o gerenciamento dos resultados contábeis (acumulações discricionárias).**
- H2. O nível de Governança Corporativa das empresas que abriram capital em 2007 interfere nos eventos de Acumulação Discricionária.**

Não faz parte do escopo do trabalho a constatação de que a variação do preço das ações é relativa ao resultado do período, pois não se tem o objetivo de pesquisar as características específicas de cada mercado.

1.3. Objetivos da pesquisa

O objetivo geral da pesquisa é o de identificar, no universo das 56 empresas que foram listadas na Bovespa no ano de 2007, se existe a possibilidade de relacionar as variações nos resultados entre os períodos, aos conceitos de Acumulação Discricionária, em cada um dos níveis de Governança Corporativa aos quais as empresas estavam relacionadas.

A referência às Acumulações Discricionárias foi trabalhada de acordo com as técnicas desenvolvidas por Kang e Sivaramakrishnan (1995), cujo objetivo foi o de constatar se tais acumulações podem ter influenciado as demonstrações contábeis no ano da abertura de capital, que é 2007, com relação ao ano imediatamente anterior.

Com relação aos objetivos específicos, o estudo determina e necessita de conclusões para as seguintes tarefas:

- determinar, analisar e preparar a base de dados necessária para as análises estatísticas, com base nas demonstrações contábeis;
- segregar as informações para os diferentes níveis de Governança Corporativa e identificar a dispersão dos dados para o desvio-padrão estatístico;

1.4. Justificativas do trabalho

Na eventualidade das hipóteses H0, H1 e H2 serem atendidas na conclusão dos trabalhos, obter-se-á o efeito do gerenciamento das informações ao mercado quando da realização da abertura de capital de empresas, na Bovespa.

Um fato que pode ocorrer quando da determinação do valor do capital que é tornado público pela empresa é denominado *underpricing* ou *overpricing* do valor da ação de abertura. Entretanto, tais valores podem ter sido ocultados em virtude da possibilidade da existência dos efeitos de Acumulação Discricionária nos balanços iniciais.

Casotti e Motta (2008, p. 159) comentam estes efeitos da seguinte forma:

O estudo acerca de IPO cria a necessidade de uma breve definição sobre os termos “Underpricing” (sub-avaliação) e “Overpricing” (super-avaliação), amplamente discutidos na literatura. No caso dos retornos de curto prazo, o retorno é determinado pela diferença entre o preço de fechamento do primeiro dia de negociação no mercado secundário e o preço estipulado na oferta inicial.

Ocorre “Underpricing” se o preço de fechamento for maior do que o preço inicial da oferta. A ação foi sub-avaliada e o investidor pode obter retornos em um pequeno período de tempo.

No entanto, se o preço de fechamento foi menor do que o preço inicial houve *overpricing*, ou seja, a ação foi super-avaliada e o investidor obteve retornos negativos.

Ritter (2002, p. 416) utilizou o termo “dinheiro deixado na mesa” para descrever a situação na qual elevados retornos iniciais são obtidos por investidores em emissões iniciais. Como a empresa poderia ter cobrado mais caro pelas ações,

ela acabou “deixando dinheiro na mesa” para os investidores, ou seja, deixou de captar mais recursos do que eventualmente poderia.

Considerando a contribuição da pesquisa para a ciência contábil o presente estudo depara-se com a existência de fatos anormais ocorridos no período, em que cita-se a significativa quantidade de empresas que foram listadas na Bovespa em 2007, o crescimento do índice Bovespa no período e a divulgação da entidade buscando o aumento dos investidores.

Dentre todos os aspectos julgados importantes, destacam-se as seguintes justificativas como primordiais para a realização do trabalho:

- Escassez de trabalhos na literatura nacional, com objetivo da verificação da consistência de informações financeiras divulgadas pelas entidades;
- Confirmação, ou não, de que os níveis de Governança Corporativa concedidos pela Bovespa quando da listagem da empresa pode considerar efeitos de gerenciamento contábil;
- Conclusões ou, ao menos, formulações empíricas que possam contribuir com o sistema de avaliação e mensuração para a abertura de capital;
- Utilização da metodologia positiva, onde se fundamenta a necessidade da verificação empírica das hipóteses teóricas formuladas;

1.5. Organização do trabalho

A dissertação está estruturada em cinco capítulos, que procuram fazer um desenvolvimento lógico e concatenado do tema até chegar-se às considerações finais do trabalho.

O primeiro capítulo apresenta a introdução do trabalho, em que traz o problema de pesquisa, estabelece as hipóteses de pesquisa, define os objetivos que se pretende atingir, bem como as justificativas para a necessidade da realização do trabalho.

No segundo capítulo, têm-se um profundo detalhamento da fundamentação teórica, em que aspectos específicos da metodologia positiva e do desenvolvimento dos estudos sobre as acumulações discricionárias são elencados de forma

coordenada para relacioná-los aos eventos mercadológicos necessários para o processo de abertura de capital.

Adicionalmente, busca-se apresentar de forma resumida os avanços obtidos por Kang e Sivaramakrishnan, que, através de diversos métodos já existentes, desenvolveram uma metodologia que se acredita seja superior com relação à determinação do grau de gerenciamento do resultado das empresas e a relação existente com a teoria do agenciamento.

O terceiro capítulo tem referência exclusiva com a metodologia aplicada e o detalhamento dos dados objeto do trabalho, sua tipologia bem como as formas de aplicação e validação.

O capítulo quarto consta da demonstração das análises dos dados, seus componentes, bem como a vinculação dos conceitos utilizados com a aplicação no software estatístico e as reflexões resultantes das análises.

Finalmente, o quinto capítulo apresenta as conclusões do trabalho e as considerações do autor com referência ao trabalho desenvolvido.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A descrição da fundamentação teórica dar-se-á de uma forma elucidativa e didática, considerando a necessidade e/ou o objetivo do gerenciamento de resultados pelas empresas até a fase da exemplificação dos conceitos da Acumulação Discricionária.

O trabalho também referir-se-á a Governança Corporativa visando a importância do tema em relação às hipóteses propostas para o trabalho.

Obviamente, o trabalho não tem o objetivo de contemplar todos os fatos ou fases possíveis, mas sim tratar as definições que serão necessárias para o entendimento do trabalho como um todo.

2.1. A Acumulação Discricionária

As terminologias utilizadas são propositadamente baseadas em trabalhos anteriores elaborados em relação a este assunto. Em muitos casos uma linguagem até fora do usual é aqui utilizada e, desta forma, precisa ser esclarecida para que se tenha sentido durante o trabalho.

Como grande parte da literatura utilizada é de origem americana, alguns termos serão considerados daquela forma para que não se tenha perda no sentido de alguns termos em ocasião de sua tradução.

Entre os principais conceitos que se pretende esclarecer, cabe definir o que são:

- gerenciamento dos resultados contábeis (*Earning Management*);
- acumulações discricionárias (*Discretionary Accruals*).

2.1.1. O Gerenciamento dos Resultados Contábeis

A origem dos fatos que se pode considerar como Gerenciamento do Resultado tem origem com as necessidades dos gestores da administração, ou de alguma fonte externa a empresa. A preocupação nas definições abaixo está sempre ligada com a produção destas informações objetivando algum benefício pessoal dos componentes da administração.

Uma primeira definição extraída de Schipper (1989 p. 92), "... a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtain some

private gain (as opposed to, say merely, facilitating the neutral operation of the process)”¹.

Adicionalmente, Healy & Whalen (1999 p. 6), considera como definição: “earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers”².

Conforme Spohr (2005, p. 6), a razão está em uma certa confiança dos gestores na seguinte definição: “managers use their superior knowledge of the firm’s business circumstances to make the appropriate adjustment to accruals. Although this necessary use of managerial discretion in accruals estimation opens the door to opportunism and errors, there is a vast body of research showing that earning is a useful performance measure”³.

Martinez (2001, p. 13) esclarece que “outra propriedade do gerenciamento dos resultados contábeis é que não decorrem exclusivamente do manejo formal das contas de resultado. Em certos casos, o gerenciamento pode proceder de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa”.

Martinez (2001, p. 12) resume o conceito de alguns autores com relação ao Gerenciamento dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*) como a alteração proposital dos resultados contábeis (intencional), visando alcançar e/ou atender motivação particular. Uma consideração bastante importante deste autor é que a gestão maneja artificialmente os resultados com propósitos bem definidos, que não são os de expressar a realidade latente no negócio.

¹ “... uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular (oposto ao processo neutro de reportar os resultados contábeis)...” (Tradução livre.)

² “O gerenciamento dos resultados contábeis ocorre quando os gerentes usam do julgamento (discricionariedade de tomar decisões) no processo de reportar e em transações estruturadas para alterar as demonstrações financeiras, para enganar alguns agentes sobre o desempenho econômico latente da empresa, ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis”. (Tradução Livre.)

³ “Gerentes usam seu conhecimento superior nas circunstâncias dos negócios da firma para efetuar os ajustes apropriados nas provisões. Entretanto, esta necessidade de uso de gestão discricionária em estimativas de provisões abrem a porta para a ocorrência de oportunismo e erros, e existe um vasto campo de pesquisa onde os ganhos são medidas comuns de desempenho.” (Tradução livre.)

O gerenciamento dos resultados contábeis é uma alternativa para o reconhecimento das transações contábeis que não afeta o previsto na legislação contábil e, desta forma, não pode ser considerado como fraude contábil.

Entretanto, esta discricionariedade da legislação deve ser considerada pelos gestores observando a essência sobre a forma das transações, com o objetivo de melhor representar a realidade dos negócios da entidade. A possibilidade de se considerar a oportunidade de benefícios pessoais certamente não atende às boas práticas das empresas.

O quadro a seguir demonstra os principais itens que devem ser analisados na identificação da possibilidade da existência de eventos da contabilidade fraudulenta.

Quadro 1 – Gerenciamento dos resultados contábeis versus Contabilidade Fraudulenta / Práticas Impróprias

Decisões contábeis Puras	Decisões com impacto no fluxo de caixa
Gerenciamento dos resultados contábeis	
<i>De acordo com as Normas/Princípios Contábeis</i>	<i>Práticas Aceitáveis</i>
<u>Contabilidade "Conservadora"</u>	<u>Visando Reduzir Fluxo de Caixa Líquido</u>
a) Reconhecimento muito elevado de provisões;	a) Retardar vendas
b) Aceleração das despesas de depreciação;	b) Acelerar gastos associados à propaganda e publicidade, treinamento e P&D.
c) Reconhecimento de receitas apenas quando da cobrança.	c) Aumentar Despesas de natureza não operacional (Banquetes, Bingos, Doações)
<u>Contabilidade "Agressiva"</u>	<u>Visando Aumentar Fluxo de Caixa Líquido</u>
a) Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões;	a) Antecipar ou acelerar as vendas;
b) Reduzir as cotas de depreciação e amortização.	b) Adiar a realização de despesas necessárias de propaganda & publicidade, treinamento ou P&D;
c) Reconhecimento de receitas durante a produção.	c) Aumentar Receitas não-operacionais pela venda de Ativos da empresa.
Contabilidade Fraudulenta e Práticas Inaceitáveis	
<u>Que violam as Normas/Princípios Contábeis</u>	<u>Práticas Inaceitáveis</u>
a) Registrar vendas fictícias;	a) Receber e não efetuar a entrega do produto;
b) Antecipar (documentalmente) a data de realização das vendas;	b) Não cumprir com os compromissos financeiros;
c) Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício.	

Adaptado de Martinez (2001, p. 14)

A partir do quadro anterior, verifica-se que é possível estabelecer hierarquia entre as escolhas contábeis. As divergências entre os efeitos que podem ser aceitáveis, outros que podem parecer impróprios, outros ainda que são inaceitáveis.

É importante o entendimento de que existe diferença entre o que se denomina prática fraudulenta e aquelas que envolvem a realização de julgamentos e estimativas viesadas elaboradas com propósitos independentes da realidade do negócio.

Cabe lembrar que existem diversas situações nas quais as normas contábeis facultam ao gestor a discricionariedade de realizar decisões contábeis. Por exemplo, quando o gestor deve avaliar eventos econômicos futuros, tais como estimar vidas úteis esperadas, definir o valor de residual de ativos de longo prazo, obrigações a serem pagas e prováveis perdas com devedores incobráveis. Ao gerente, por vezes, é facultado escolher o método de depreciação mais compatível ou critério de custeamento mais sintonizado com a realidade do processo produtivo. O julgamento e o poder discricionário dos gerentes são tão importantes que, muitas vezes, na realização de lançamentos contábeis, o fato mais importante para ser avaliado é a intenção.

2.1.2. Acumulações (*Accruals*) e Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*)

O ponto inicial para a existência das acumulações discricionárias é a possibilidade do não atendimento de um dos preceitos teóricos básicos da contabilidade que é o princípio da competência.

Ludícibus (2009, p. 47) considera como ponto usual de reconhecimento no princípio da realização da receita e da confrontação com as despesas (competência), o ponto em que os produtos são transferidos ao cliente, coincidentemente, muitas vezes, com o ponto de venda.

Considerando a definição anterior, reconhece-se a receita de acordo com a sua realização e no mesmo período, confrontam-se as despesas necessárias para efetivação daquela receita. Este procedimento é diferente do registro baseado no regime de caixa (*cash basis*), em que se focalizam exclusivamente as entradas e saídas de disponibilidades.

O termo Acumulações está intrinsicamente relacionado ao princípio da realização da receita e da confrontação com as despesas (competência), sendo que, é muito provável que as Acumulações Discricionárias, também se relacionem com este princípio contábil, em razão de não estarem relacionadas a desembolsos financeiros na maioria dos casos.

Ocorre que, no regime de competência, o reconhecimento das receitas e das despesas, bem com os relativos acréscimos ou decréscimos de ativos e passivos, tornam-se a base para a mensuração do desempenho da empresa.

O termo *accruals* é utilizado para representar a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido. Desta forma, as acumulações seriam todas aquelas contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades.

As acumulações podem ser correntes e não correntes. As acumulações correntes são aquelas contas de resultado que possuem, como contrapartida, contas no ativo ou passivo circulante.

Entretanto, as acumulações não correntes são contas de resultado com contrapartida em contas que somente terão sua realização efetiva após o final do próximo exercício contábil.

As acumulações correntes são computadas a partir do montante do capital de giro líquido da empresa. Desta forma, o principal efeito pode ser obtido através das variações das contas a receber, estoques, despesas antecipadas e outras contas a pagar.

Para se estimar as acumulações não correntes, apenas computam-se as despesas de depreciação e amortização, ignorando-se a existência de qualquer outra acumulação não corrente.

Geralmente é necessário que lançamentos de natureza de acumulações sejam realizados. Isso ocorre em função do princípio da competência. Alguns tipos de acumulação são bastante comuns. Pode-se citar o registro de uma receita e o reflexo em contas a receber que pode ser reconhecido sem que tenha existido entrada de caixa, ou o registro de despesa de provisão para contingências trabalhistas no curto prazo com o reflexo em uma conta de provisão no circulante.

O primeiro exemplo refere-se a uma acumulação corrente positiva e o segundo é sobre a acumulação corrente negativa.

Conforme Martinez (2001, p. 17), nada de errado existe no registro de acumulações, na verdade, o intuito é mensurar o lucro no seu sentido econômico, aquele que representa acréscimo efetivo na riqueza patrimonial da unidade econômica, independente da movimentação financeira.

O problema está no fato de o gestor discricionariamente aumentar ou diminuir essas acumulações com o objetivo de influenciar o lucro. Um outro problema encontra-se nas condições em que tais situações são objetivadas pelos acionistas e pelo mercado, tornando o livro da empresa refém da discricionariedade.

Além disso, como as razões para o reconhecimento contábil passam a ter um caráter de subjetividade bastante grande, torna-se impossível avaliar se, na eventualidade de haver manipulação por parte da administração, o efeito tem o objetivo de aumentar ou reduzir o lucro do período.

Conforme Martinez (2001 p. 19), com o “gerenciamento” de resultados trazem-se os lucros para quando estes são necessários e empurram-se as despesas para frente. Parece uma espécie de jogo, em que se espera que o lucro seja melhor no futuro, de maneira a cobrir as despesas adiadas.

Desta forma visando à obtenção dos dados contábeis, faz-se necessário demonstrar a composição destas acumulações (totais) como se segue:

- acumulações não discricionárias (non discretionary accruals), que seriam as exigidas de acordo com a realidade do negócio;
- acumulações discricionárias (discretionary accruals), que seriam artificiais e teriam como único propósito gerenciar o resultado contábil.

Conforme Martinez (2001, p. 17), as contas de resultado possuem contrapartidas no balanço patrimonial, é possível estimar o valor das acumulações (accruals) totais, a partir das variações dos itens específicos no balanço patrimonial.

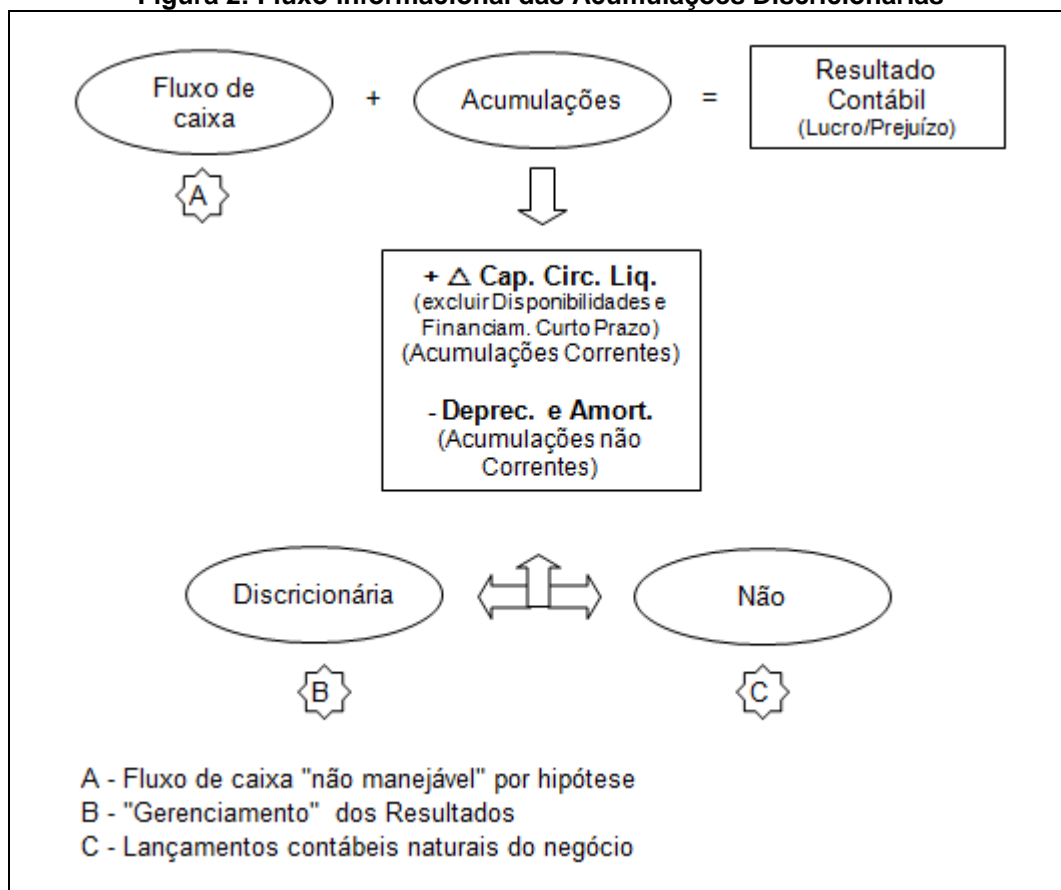
O ideal seria utilizar informações do fluxo de caixa em complemento aos dados do balanço patrimonial, entretanto, na eventual indisponibilidade dessa informação, recorre-se ao balanço patrimonial somente.

A diferença entre a contabilidade pelo regime de caixa e a contabilidade pelo regime de competência reside no aspecto temporal de reconhecimento de receitas e despesas. A longo prazo, os dois sistemas proporcionam o mesmo resultado.

Para efeito deste trabalho, o desenvolvimento se dará pelos efeitos do balanço patrimonial e demonstração do resultado somente, e será considerado que o fluxo de caixa das entidades não estão sendo adaptados para compensar os efeitos de uma possível Acumulação Discricionária.

A seguir é esboçado um diagrama sobre o fluxo das etapas para a formulação do resultado contábil. As informações têm como base teórica o fluxo de caixa e então tem-se a adição das acumulações.

Figura 2: Fluxo informacional das Acumulações Discricionárias



Adaptado de Martinez (2001, p. 19)

Entretanto, a curto prazo, o processo de reconhecimento de receitas e despesas cria diferenças. Perante esse fato, o gerenciamento de resultados contábeis nada mais é que outra maneira de tratar a diferença existente entre os dois sistemas.

Considerar-se-á, para fins deste trabalho, que as denominadas Acumulações Discricionárias são um dos componentes do gerenciamento de resultados contábeis, considerando que o fluxo de caixa das operações não é manejável.

Vários podem ser os fatores que contribuem e motivam a administração e/ou seu gestor para determinar atividades que venham a modificar o resultado através das práticas de gerenciamento de resultados. Conforme Martinez (2001, pp. 51-52), estes podem ser:

- incentivos para que os gestores alcancem determinados pontos de referência;
- supervalorização dos resultados visando à oferta de Equity;
- resposta dos participantes do mercado a diferenças nas qualidades do resultado reportado.

2.2. Governança Corporativa

2.2.1. Conceitos e definições de Governança Corporativa

A Governança Corporativa pode ser definida como o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas. O princípio básico para colocar este conceito em prática envolve o relacionamento entre os Acionistas/Cotistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, uma Auditoria Externa e até mesmo um Conselho Fiscal.

A boa Governança Corporativa permite uma administração ainda melhor e a monitoração da direção executiva da empresa. Não obstante, a empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como pilares: ética, transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade.

Para o IBGC (2006), Governança Corporativa é “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”.

O IBGC ressalta que as boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Com relação aos recentes eventos financeiros na

Bovespa, o nível de Governança Corporativa atingido pelas empresas foi aceito pelos investidores internacionais como um excelente parâmetro para a decisão de investimento em ações.

A nova Lei das S.A, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) buscam fornecer mecanismos e incentivos que favoreçam a adoção destas práticas pelas empresas, beneficiando, assim, os investidores através das normas e diretrizes de Governança Corporativa.

Conforme Shleifer e Vishny (1997 p. 773): “Corporate Governance deals with the agency problem: the separation of management and finance... how to assure financiers that they get a return on their financial investment.”⁴

Conforme Vieira e Mendes (2004, p. 104), “a prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia”.

Com base nestas definições, o interesse da sociedade com a Governança Corporativa nas corporações é objetivada para a determinação do equilíbrio entre os proprietários da empresa e os gerentes de alto nível, cujos interesses podem ser conflitantes.

A Governança Corporativa é desta forma, o campo de atuação da administração que se dedica no conjunto de relações entre a direção das organizações, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas.

Para o objetivo deste estudo, utiliza-se a definição de Governança Corporativa como os mecanismos através dos quais gestores e acionistas asseguram um bom desempenho da corporação e, principalmente, o nível exigido de

⁴ “Governança Corporativa trata do problema de agência: a separação entre administração e finanças... como assegurar aos financiadores que eles terão o retorno em seus investimentos financeiros.” (Tradução livre)

transparência, garantindo retornos para os *shareholders* e *stakeholders* cada vez mais significativos.

Adicionalmente, a estrutura da governança especifica a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa e detalha as regras e procedimentos para a tomada de decisões no que se refere a assuntos corporativos.

Dessa forma, pode-se dizer que as exigências da Governança Corporativa buscam alinhar a busca à prosperidade do negócio, enquanto se perpetua a distribuição justa dos lucros da empresa entre acionistas, gestores, credores e demais partes interessadas.

Portanto, em um âmbito geral, pode-se dizer que a Governança Corporativa está relacionada às melhores formas de se reduzirem os problemas de agência numa corporação, buscando sempre alinhar os interesses dos agentes aos interesses dos acionistas, de modo a minimizar os custos derivados desse problema.

Conforme Tavares, (2006, p. 49), os investidores estarão dispostos a pagar mais pelas ações de empresas que demonstrem respeito aos direitos dos acionistas não controladores e adotem boas práticas de Governança Corporativa, as quais são fundamentais em maior transparência e integridade dos procedimentos de gestão.

2.2.2. Modelos de Governança Corporativa

Na literatura são encontradas duas origens com significativa divergência de procedimentos e metodologias pelos estudiosos. Não é objetivo deste trabalho a fundamentação destas divergências ou a tentativa de elucidar as teorias, mas sim demonstrar alguns estudos já realizados.

O modelo brasileiro de Governança Corporativa será tratado ainda neste tópico, entretanto, os principais trabalhos na área de Governança Corporativa, geralmente, destacam:

- o modelo Anglo-Americano e
- o modelo Germânico-Japonês.

O modelo Anglo-Americano, ou Anglo-Saxônico, é caracterizado por empresas com propriedade dispersa, entre vários acionistas, e o poder individual

dos acionistas é fraco devido à parcela pequena de propriedade. Um desempenho insatisfatório da empresa normalmente é visto como motivação para a venda das ações, com consequências como aquisições hostis ou fusões.

Conforme Okimura (2003, p. 26), os interesses dos acionistas dentro desse modelo são amplamente protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos de acionistas não controladores.

O modelo Germânico-Japonês, ou Nipo-Germânico, é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações e a administração, normalmente, está sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou uma outra empresa, além de estruturas familiares.

Okimura (2003, p. 26), para este modelo, relata que a existência de estruturas piramidais e de propriedade cruzada, frequentemente, existe em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem em nome dos minoritários.

O Quadro abaixo apresenta as principais características desses dois modelos de Governança Corporativa.

Quadro 2: Características dos modelos internacionais de Governança Corporativa

Características	Modelo	
	Anglo-Saxônico	Nipo-Germânico
Objetivo principal	Criação de valor para os acionistas (shareholders)	Criação de valor para os acionistas e demais agentes (stakeholders)
Nível de concentração do capital	Participações pulverizadas.	Maior concentração.
Participação acionária x liquidez	Bolsas de Valores garantem liquidez às participações de curto prazo.	Participações acionárias de longo prazo e cruzadas. Liquidez não é privilegiada.
Nível de transparência para o mercado	Elevado.	Baixo.

Extraído de Tavares (2006, p. 50)

Em outras palavras, o modelo Anglo-Americano de Governança Corporativa tem como prerrogativa o usuário voltado para o mercado de capitais, ao passo que o modelo Germânico-Japonês é fundamentado em investidores de longo prazo.

No modelo brasileiro, a Governança Corporativa assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva.

Adicionalmente a relação entre propriedade e gestão possui alguns instrumentos considerados fundamentais para o efetivo controle, que são:

- o conselho de administração;
- a auditoria independente; e
- o conselho fiscal.

Um ponto importante para o modelo brasileiro é a institucionalização da Governança Corporativa, com o forte relacionamento entre os NDGC e a aceitabilidade destes pelas empresas.

Alguns estudiosos apresentam algumas consequências que independem dos modelos acima, definindo então modelos de execução da administração apoiados nos princípios da Governança Corporativa. Para Hawley e Williams (1996 p. 1), os modelos podem ser assim distribuídos:

- modelo financeiro;
- modelo *stewardship*;
- modelo *stakeholder* e
- modelo político.

O modelo financeiro de Governança Corporativa refere-se às formas de contratos que buscam alinhar as ações dos gestores aos interesses dos acionistas como o fator principal, em que se incluem todos os interesses de todos aqueles que possuam direito de crédito sobre a firma: os financiadores. Para este modelo, além dos custos das transações, é necessário considerar os custos de agenciamento.

No modelo *stewardship*, os gestores são considerados como bons ecônomos da empresa e responsáveis pela obtenção de altos níveis de lucro e retorno para os acionistas.

Já na ótica do modelo *stakeholder*, a Governança Corporativa transcende a preocupação com os acionistas e financiadores e envolve todas as partes que possuem algum interesse na empresa, baseando-se na maximização da riqueza total que a empresa pode proporcionar. Nesse sentido, a Contabilidade é desafiada a criar medidas de desempenho da riqueza total gerada para a própria empresa e para a sociedade.

Por último, no modelo político, considera-se que a distribuição de poder, privilégios e lucros entre proprietários, gestores e *stakeholders* é determinada pelas

condições de favorecimento de cada um dos vários eleitores, em que a habilidade política e os instrumentos utilizados pelos interessados na empresa são considerados para obter vantagens.

2.2.3. Princípios de Governança Corporativa

Para a consideração das melhores práticas de governança corporativa, o Fórum de Paris da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE (2004) divulgou a seguinte relação como os Princípios Fundamentais sobre Governança Corporativa:

- assegurar a base para um sistema eficaz de Governança Corporativa;
- direitos dos acionistas e principais funções da propriedade;
- tratamento equitativo dos acionistas;
- papel dos *stakeholders* (outras partes interessadas) na Governança Corporativa;
- disclosure e transparência;
- responsabilidades do Conselho de Administração.

Os países-membro da OCDE consideram esses princípios como uma base geral e essencial para o desenvolvimento de boas práticas de Governança Corporativa.

Por sua vez, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2006), inspirado nos principais códigos internacionais de governança, está fundamentado nos seguintes princípios básicos:

- transparência (*Disclosure*);
- equidade (*Fairness*);
- prestação de contas (*Accountability*);
- responsabilidade corporativa.

Com relação ao Princípio da Transparência, mais do que “a obrigação de informar”, a administração deve cultivar o “desejo de informar”, sabendo que da boa comunicação, interna e externa, resulta um clima de confiança quanto às relações da empresa com terceiros.

A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar, também, os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiem a ação empresarial e que conduzam à criação de valor.

A transparência concorre para o aumento da liquidez dos valores mobiliários emitidos pela empresa, pois, tendo melhores informações, mais analistas a acompanharão, estimulando decisões de compra e venda.

O Princípio da Equidade caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais partes interessadas (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores.

A essência do princípio da prestação de contas visa o *report* das atividades e decisões dos agentes da Governança Corporativa para com aqueles que os elegeram, respondendo, integralmente, por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Por último, a base do Princípio da Responsabilidade Corporativa é que os Conselheiros e executivos devam zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devam incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

A “função social” da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se, nesse princípio, a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.

2.2.4. Custos de agência

Conforme já exposto neste trabalho, a preocupação quanto à separação entre propriedade e gestão, é um dos itens que podem afetar a imagem da empresa e, normalmente, traz conflitos de interesses entre acionistas e gestores.

Adiciona-se a isso o fato de que não se sabe quais gestores poderão agir oportunamente, desta forma, os acionistas necessitam do estabelecimento de mecanismos de governança para alinhar as ações dos gestores aos seus interesses.

Estes mecanismos geralmente subdividem-se em: monitoramento e controle das ações dos gestores; e controle das despesas dos gestores para garantir que suas ações atenderão aos interesses dos acionistas.

Esses custos relativos ao alinhamento dos interesses dos gestores aos interesses dos acionistas são denominados de Custos de Agência.

Segundo Nossa, Kassai e Kassai (2000, p. 7), “os custos de agenciamento são os gastos incorridos na prevenção e resolução de conflitos entre o principal e o agente, ou seja, aqueles associados à contratação entre as partes, bem como as perdas resultantes das atitudes oportunistas do agente.”

Logo, os custos de agência englobam custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; gastos gerados pelo agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

2.2.5. A Governança Corporativa no Brasil

De um modo geral, esse item trata de aspectos referentes à Governança Corporativa no Brasil e, especialmente dos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa em seus três segmentos de listagem: Novo Mercado, Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC) e Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC).

No Brasil, os principais documentos que tratam do tema Governança Corporativa são: o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a Cartilha de Governança Corporativa da CVM, os quais foram elaborados com base nos principais códigos internacionais de Governança Corporativa.

Por outro lado, um modelo emergente de Governança Corporativa das companhias brasileiras consideram os seguintes aspectos:

- consideração mais explícita dos interesses dos acionistas não controladores;
- acionistas não controladores mais ativos;

- sobreposição moderada da propriedade e gestão, clareza na divisão dos papéis Conselho/Diretoria Executiva;
- estruturas formais dos conselhos (presença de comitês);
- equilíbrio entre conselheiros independentes, externos e internos;
- conselheiros mais profissionais;
- remuneração variável mais difundida.

2.2.6. Governança Corporativa pela Bovespa

As dificuldades para promoção das mudanças nos padrões de governança por meio de reformas legislativas, em razão da oposição de alguns empresários e grupos políticos dominantes, levaram alguns mercados a criarem mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de Governança Corporativa por parte das empresas. Nesse sentido, os contratos privados entre a Bovespa e as companhias abertas, contemplando compromissos de práticas adicionais de Governança Corporativa, representam mecanismos alternativos às reformas legislativas no Brasil.

Por isso, o Novo Mercado (NM), o Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC) e o Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC) são segmentos especiais do mercado de capitais no Brasil desenvolvidos pela Bovespa e implantados em 2000, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação para estimular o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Assim, enquanto o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, os Níveis Diferenciados 1 e 2 têm como base principal empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa.

Assim sendo, inspirado em parte no *Neuer Markt* Alemão (criado em 1997), o Novo Mercado foi instituído com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro. O Novo Mercado fundamenta-se em dois princípios básicos:

- elevação dos níveis de transparência das companhias; e
- aumento do nível de Governança Corporativa.

A primeira empresa a participar do Novo Mercado foi a Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), em 1º de fevereiro de 2002.

Nesse ponto, cabe destacar um aspecto de suma importância sobre o NM, que é a detenção apenas de ações ordinárias por parte das companhias que participam desse segmento.

Os NDGC 1 e 2 da Bovespa são assim chamados tendo em vista o grau de compromisso assumido pelas empresas em relação às práticas de boa governança. Foram criados com o objetivo de incentivar e preparar, gradativamente, as companhias a aderirem ao Novo Mercado, proporcionando maior destaque aos esforços das empresas na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

Portanto, quando do lançamento do NM e dos NDGC da Bovespa, tinha-se a expectativa de que as empresas que se adaptassem às novas regras teriam uma valorização no preço de suas ações e, como consequência, maior retorno sobre o Patrimônio Líquido, além da expectativa de redução nos custos de captação ao longo do tempo.

Santana (2001, p. 6) escreve que os principais benefícios que a implementação do NM e dos NDGC podem proporcionar às empresas são: melhoria da imagem institucional; maior visibilidade; maior demanda pelas ações; maior valorização das ações; menor custo de capital.

Por outro lado, o autor apresenta os principais benefícios para os investidores como sendo: maior precisão na precificação das ações; melhoria do processo de acompanhamento e fiscalização; maior segurança quanto aos seus direitos societários; redução de risco para o país; canalização de mais poupança para a capitalização das companhias; investimentos mais seguros e diversificados; empresas mais fortes e competitivas e dinamização da economia.

Em síntese, o que diferencia esses quatro segmentos entre si é o nível de exigência de práticas de Governança Corporativa das empresas para listagem na Bovespa.

Nesse contexto, o quadro a seguir resume as principais normas de conduta exigidas pela Bovespa para ingresso nos N1GC, N2GC e NM.

Quadro 3: Normas de conduta da Bovespa por nível de Governança Corporativa

Níveis de Governança Corporativa		Práticas de Governança Corporativa exigidas pela BOVESPA (Normas de Conduta)
NOVO MERCADO	NÍVEL 1	Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
		Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
		Melhoria nas informações prestadas trimestralmente entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
		Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
		Divulgação de acordos de acionistas e programas de <i>stock options</i> ;
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.
		Apresentação da demonstração dos fluxos de caixa;
		Em caso de deslistagem, as empresas devem aprovar a decisão em assembleia geral e comunicar a Bolsa com 30 dias de antecedência.
	NÍVEL 2	Todas as regras do Nível 1;
		Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho Administrativo (mínimo de 5 membros);
		Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
		<i>Tag along</i> ;
		Possibilidade de voto às ações preferenciais em algumas matérias;
		Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2;
		Adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.
		Em caso de deslistagem, a empresa deve realizar, em 90 dias, uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, pelo valor econômico.
		Todas as exigências do Nível 2 (exceto aquelas referentes a ações preferenciais);
Capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias;		
Proibição de emissão de ações preferenciais;		
<i>Lock up period</i> .		

FONTE: Informações extraídas do site da Bovespa (2009)

A partir desse quadro pode-se dizer, resumidamente, que as companhias do N1GC comprometem-se, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, evitando concentração de investimento nas mãos de poucos acionistas; as companhias do N2GC, bem como seus controladores, adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas não controladores, incentivando a participação de pequenos investidores; as companhias listadas no NM têm como principal característica o capital social composto apenas por ações ordinárias, proporcionando uma participação mais ativa de todos os acionistas na vida da empresa, uma vez que todos têm o direito ao voto nas deliberações sociais.

Destaque-se, ainda, que todas as regras que disciplinam o NM, o N1GC e N2GC estão consolidadas em um Regulamento de Listagem, cuja adesão é

voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato privado entre essas partes e a Bovespa.

2.2.7. Os avanços dos níveis de Governança Corporativa

A Tabela 2 mostra um resumo da evolução da quantidade de companhias que aderiram aos níveis NM, N2GC e N1GC da Bovespa, na ocasião da abertura de capital desde o ano de 2004 até o ano de 2007.

Tabela 2: Abertura de capital de acordo com os critérios de Governança Corporativa

Níveis de Governança	Ano			
	2004	2005	2006	2007
Novo Mercado	5	7	20	42
Nível 2	2	2	4	6
Nível 1				8
Total	7	9	24	56

Elaborado a partir de dados obtidos no site www.bovespa.com.br

De modo geral, observa-se, na Tabela 2, que o maior índice de adesão das companhias ocorreu no Nível do Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa (20 e 42 empresas em 2006 e 2007, respectivamente), nível em que a exigência de práticas de governança maior do que nos outros dois níveis.

Além dos níveis acima exemplificados, existem outras formas para a listagem no mercado das empresas. Outras empresas foram listadas durante o ano de 2007, somando um total de 82 empresas listadas durante o período (vide relação completa no Anexo I). Estas outras 26 empresas não atenderam aos requisitos da Governança Corporativa naquele ano, conforme a tabela a seguir:

Tabela 3: Quantidade de empresas que foram listadas na Bovespa em 2007 (independente da Governança Corporativa)

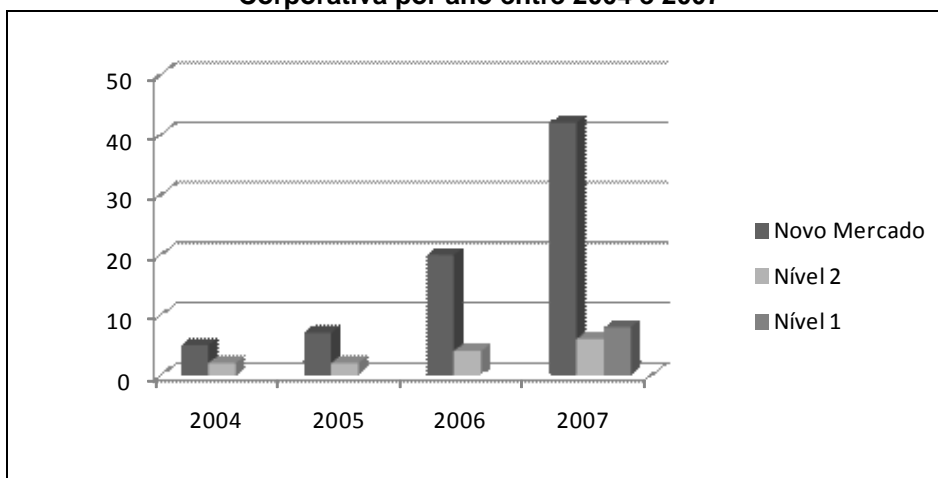
<u>Tipo de listagem</u>	<u>Qtd</u>
NM, N1GC e N2 GC	56
DBR	6
Balcão Organizado	1
Outros	19
Total	82

Elaborado a partir de dados obtidos no site www.bovespa.com.br

Porém, observando-se a evolução dos três níveis, há uma tendência de adesão aos níveis mais altos, especialmente no Novo Mercado.

Por sua vez, o Gráfico 2 evidencia a evolução desse total acumulado de empresas nos três níveis de governança da Bovespa, do ano de 2004 ao ano de 2007.

Gráfico 2: Quantidade de empresas que foram listadas em cada nível de Governança Corporativa por ano entre 2004 e 2007



Elaborado a partir de dados obtidos no site www.bovespa.com.br

Analisando a evolução do total acumulado, o aumento de empresas participantes desse setor especial do mercado de capitais brasileiro aumentou de 7 empresas no ano de 2004 para 56 no ano de 2007, representando um acréscimo significativo em torno de 800%. Isso pode significar que os propósitos para os quais esses três segmentos foram criados estão sendo atingidos paulatinamente.

Como enfatiza Dubeux (2001, p. 113), “o desenvolvimento das companhias nacionais não está baseado apenas em novas idéias e em melhor tecnologia, mas em maior responsabilidade corporativa e em maior proteção aos acionistas.” Em

razão disso, o NM e os NDGC da Bovespa vêm crescendo paulatinamente e se mostram como uma opção viável para as empresas saírem do comodismo e do anonimato para uma nova realidade de mercado.

2.3. Pesquisas anteriores

A evolução do assunto Gerenciamento do Resultado e a busca pelas evidências na Acumulação Discricionária têm sido pesquisadas há pelo menos 25 anos em estudos acadêmicos internacionais.

Para a literatura internacional existe uma busca constante pelos objetivos regulatórios que poderiam ser demandados e exigidos quando da submissão das Demonstrações Contábeis pelas companhias.

Os trabalhos acadêmicos no Brasil têm sido desenvolvidos somente na última década e, mais precisamente nos últimos cinco anos têm mostrado a preocupação dos pesquisadores com as Companhias Abertas brasileiras. Adicionalmente, os reflexos que possivelmente estejam envolvidos nas Demonstrações Contábeis têm sido empiricamente estudados.

Em um dos primeiros trabalhos com relação ao Gerenciamento do Resultado, Healy (1985) relacionou este ato ao reflexo nos benefícios pessoais e pacotes de remuneração dos executivos, denominado “compensação”. A pesquisa relacionou o manejo dos resultados contábeis com a possibilidade de aumento do bônus dos executivos.

Trueman e Tilman (1988) desenvolveram a pesquisa cujo principal aspecto é a Redução da Variabilidade ou no inglês “*Income Smoothing*”. Este estudo demonstrou que a possibilidade da manutenção de uma regularidade nos resultados passa uma visão de risco baixo para os investidores.

As pesquisas internacionais relacionadas ao Gerenciamento do Resultado iniciaram em um período coberto pelo excesso de regulamentação e com a economia em franca expansão, bem como do aumento constante dos valores das ações e dos investidores individuais.

Ainda na década de 80, outro trabalho teve fundamental importância para o meio acadêmico internacional. Wats e Zimmerman (1986) pesquisaram o ponto de

vista da melhoria da liquidez das empresas, principalmente com o objetivo da obtenção de empréstimos para as atividades operacionais das empresas.

Este último trabalho evidenciou o manejo afetando o resultado, não como o fim principal o gerenciamento, como nos trabalhos citados anteriormente, mas sim como um meio para a obtenção da melhoria dos indicadores de liquidez e melhoria do capital circulante líquido.

As utilizações da metodologia para o gerenciamento de resultado também envolve-se nas implicações econômicas e os reflexos para a criação ou manutenção de incentivos contratuais. Conforme a pesquisa de Holthausen e Leftwitch (1983), essa é a razão do gerenciamento por parte de certas empresas no seu relacionamento com os diversos *stakeholders*.

Pela literatura internacional, os assuntos acima foram aqueles pelos os quais os estudos continuaram através de outros pesquisadores. Os estudos continuaram detalhando, com práticas mais modernas, o trabalho empírico e as explicações para a conclusão dos trabalhos.

Esta necessidade era evidente, pois a busca pela melhoria no sistema regulatório passou a ser o objetivo da academia internacional. Adicionalmente, a difusão do assunto e as conclusões dos trabalhos anteriores foram um fator preponderante para a melhoria nos resultados destes trabalhos.

Holthausen, Lacker e Sloan (1995) continuaram o trabalho e obtiveram conclusões mais precisas com relação aos benefícios de executivos em função do gerenciamento nos resultados.

Sweeney (1994) trabalhou o assunto sob a perspectiva da manutenção de garantia com empréstimos e financiamentos e até, para alguns casos, na premeditação de dados para a obtenção destes contratos.

Posteriormente, considerando um dos predecessores do gerenciamento do resultado para acumulações em contas específicas e também para as instituições financeiras, McNichols e Wilson (1988) trata dos efeitos do gerenciamento na conta contábil da provisão para devedores duvidosos.

Outro trabalho, não menos importante e também produzido nesta mesma época, é o artigo de DeAngelo (1996), que trabalhou o assunto com o foco na

distribuição de dividendos e concluiu que o gerenciamento do resultado teve esta função para várias empresas, visando à manipulação econômica das Demonstrações Contábeis.

Em outra direção, têm-se os trabalhos exploratórios, cujas definições foram e ainda são utilizadas como ponto de partida para os estudos do gerenciamento do resultado.

Schipper (1989) e Healy e Whalen (1999) produziram os principais trabalhos com o objetivo de determinar a conceituação do tema, bem como identificar as origens científicas que os acadêmicos haviam até então produzido.

Já no final da década de 90, abre-se uma nova tendência para a pesquisa do gerenciamento do resultado voltada para o mercado de capitais.

O primeiro trabalho cujo objetivo foi a captação de recursos no mercado teve relação com o lançamento de títulos ao mercado. Dechow, Sloan e Sweeney (1995) estabeleceram a pesquisa com os dados divulgados ao mercado pelas próprias empresas. Neste mesmo trabalho, foi apresentada pela primeira vez a comparação dos modelos para os testes empíricos da Acumulação Discricionária.

Em se tratando de modelos para os testes da Acumulação Discricionária, Healy (1985) elabora a primeira formulação que pode ser considerada para efeitos estatísticos. Este trabalho também é o primeiro desenvolvimento estatístico do ponto de vista da Teoria Positiva da Contabilidade para o gerenciamento do resultado.

Quadro 4: Modelo de Healy (1985)

$NAD_t = \sum_t AT_t / T$ $AD_t = AT_t - NAD_t$ <p>AT : Acumulações Totais (<i>Total Accruals</i>) NAD : Acumulações Não-Discricionárias (<i>Non Discretionary Accrual</i>) <i>t = 1, 2, ... T</i> é o número de anos utilizados para estimar os NDA</p>
--

Extraído de Martinez (2001, p. 49)

Posteriormente, Jones (1991) elaborou uma formulação estatística mais robusta, que partia do pressuposto que as variações deviam ter como ponto de partida a comparação de dados entre dois períodos e o uso da estatística para efetuar os cálculos de regressão.

Um fator importante neste trabalho foi a evidenciação do efeito dos componentes do resultado do período das empresas com a variação do ativo imobilizado. Adicionalmente, Jones (1991) iniciou o trabalho determinando as

Acumulações Não-Discrecionárias, e através da formulação matemática, identificou as Acumulações Discrecionárias.

Quadro 5: Modelo de Jones (1991)

$$AT_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta (\Delta\text{Receitas}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$$NAD_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta (\Delta\text{Receitas}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it})$$

$$AD_{it} = AT_{it} - NAD_{it}$$

$\Delta\text{Receitas}_{it}$ = receitas oper. Líquidas no ano t menos receitas no anos t-1 escalado pelos Ativos de t-1;
 At.Imob : Ativo Imobilizado no t;
 A_{t-1} : Ativos totais em t a t-1;
 α , β , γ = coeficientes estimados por regressão.

Extraído de Martinez (2001, p. 49)

Este modelo passou a ser criticado após sua divulgação, pois alguns pesquisadores consideraram que a possibilidade do erro de classificação entre as Acumulações Discrecionárias e as Acumulações Não-Discrecionárias poderia conduzir a conclusões equivocadas, mesmo que nada real fosse gerenciado.

Com as considerações de diversos pesquisadores, este modelo foi reformulado pelo autor. É desenhado então um novo modelo onde o efeito temporal do resultado dos períodos é sensivelmente modificado em razão da variação do Contas a Receber do período conforme demonstrado abaixo.

Quadro 6: Modelo modificado de Jones (1995)

$$NAD_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta (\Delta\text{Receitas}_{it} - \Delta\text{C.Receb}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it})$$

$\Delta\text{C.Receb}_{it}$ = contas a receber líquidas no ano t menos o valor das contas a receber líquidas no ano t-1 escaladas pelos ativos totais em t-1

Extraído de Martinez (2001, p. 49)

Este modelo passou a ser utilizado como base para as análises dos pesquisadores a partir de então.

Embora com uma limitação de componentes para as análises, óbvia a partir do modelo KS que é visto a seguir, este modelo conseguiu diversos adeptos e elogios por parte de pesquisadores.

Martinez (2001) *apud* Dechow, Sloan e Sweeney (1995), após efetuar um trabalho com os cinco modelos existentes na época, demonstra sua aprovação ao trabalho de Jones e entende este como o melhor modelo para os resultados de testes para a Acumulação Discrecionária. Entretanto, no mesmo trabalho, os mesmos autores reconhecem que nenhum modelo existente oferece um método forte de estimativa.

Martinez (2001, p. 47) faz sua crítica ao modelo Jones e demonstra as suas fragilidades:

Entre os problemas percebidos destacam-se:

- i) **Erros nas Variáveis:** alguns itens que podem ser manipulados não são considerados no modelo de Jones. Por exemplo, o controle efetuado para com a variável receitas ignora que as próprias receitas podem estar sendo manipuladas;
- ii) **Variáveis Omitidas:** O modelo de Jones não controla variações nas despesas;
- iii) **Simultaneidade:** uma vez que, no processo de estimativa, tanto as variáveis explicativas como as variáveis explicadas são conjuntamente determinadas, isso provoca problemas de autocorrelação viesando os resultados da regressão

Independentemente das posições destes pesquisadores, pode-se considerar que a opinião de Martinez, por ser mais recente, pressupõe uma comparação com um outro modelo não considerado no trabalho de Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

Este trabalho foi efetuado por Kang e Sivaramakrishnan (1995) e considera outras variáveis na formulação do modelo, como as despesas operacionais.

Quadro 7: Modelo Kang & Sivaramakrishnan (1995)

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] + \epsilon_{it}$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Des_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] \}$$

AT_{it} = Acumulações Totais = (CGL – Depreciação&Amortização_t)

Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação)

$Desp_{it}$ = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação&Amortização

CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar

$At.Imob_{it}$: Ativo Imobilizado e Ativo Diferido

$C.Receber_{i,t-1}$ = Contas a Receber no período $t-1$

$DEPREC_{i,t-1}$ = Despesas de Depreciação

$\delta_1 = C.Receber_{i,t-1}/Rec_{i,t-1}$, onde AR (contas a receber)

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

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

Rec_{it} $Desp_{it}$ $At.Imob_{it}$ essa variáveis são escaladas em termos de ativos totais.

Extraído de Martinez (2001, p. 49)

Martinez (2001, p. 48), completa que “o modelo KS inclui as despesas operacionais na regressão, bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação nas receitas. E, finalmente, para corrigir o problema de simultaneidade, é empregada a metodologia de variáveis instrumentais.”

Desta vez, em um trabalho posterior à divulgação do modelo de Kang e Sivaramakrishnan (KS), Thomas e Zhang (1999) tecem seus comentários para os modelos existentes à época:

“We have investigated the accuracy of six different accrual predictions models, and offer the following findings... Only the Kang-Sivaramakrishnan (1995) model performs moderately well.⁵

Todos os trabalhos acima têm o envolvimento com a criação ou utilização de um modelo estatístico para a utilização em níveis gerais das Demonstrações Contábeis das empresas. Estes modelos podem ser relacionados como Acumulações Agregadas (*Aggregate Accruals*).

Outra linha de raciocínio, em se considerando as acumulações discricionárias, são os modelos denominados Acumulações Específicas (*Specific Accounts*).

Para os trabalhos considerando as *Specific Accounts*, geralmente não são desenvolvidos modelos e, sim, efetuada uma análise e acompanhamento da evolução da conta e o efeito das mesmas no resultado.

McNichols e Wilson (1988) foram os pioneiros no estudo dos efeitos do gerenciamento na conta contábil específica que, para este caso, foi a conta de provisão para devedores duvidosos para as instituições financeiras.

Os estudos para este uso do gerenciamento pelas empresas vai de encontro com os efeitos do modelo de *Income Smoothing*, onde esta variabilidade é utilizada para manter os efeitos das Demonstrações Contábeis coerentes no decorrer do período.

Martinez (2001, p. 78) define o modelo de *Income Smoothing* como: “nada mais que o processo de manipular o perfil temporal dos lucros de modo a fazer com que estes sejam reportados em sequência menos variável. Portanto, o comportamento *smoothing* é definido como o esforço intencional de reduzir as flutuações nos lucros reportados.”

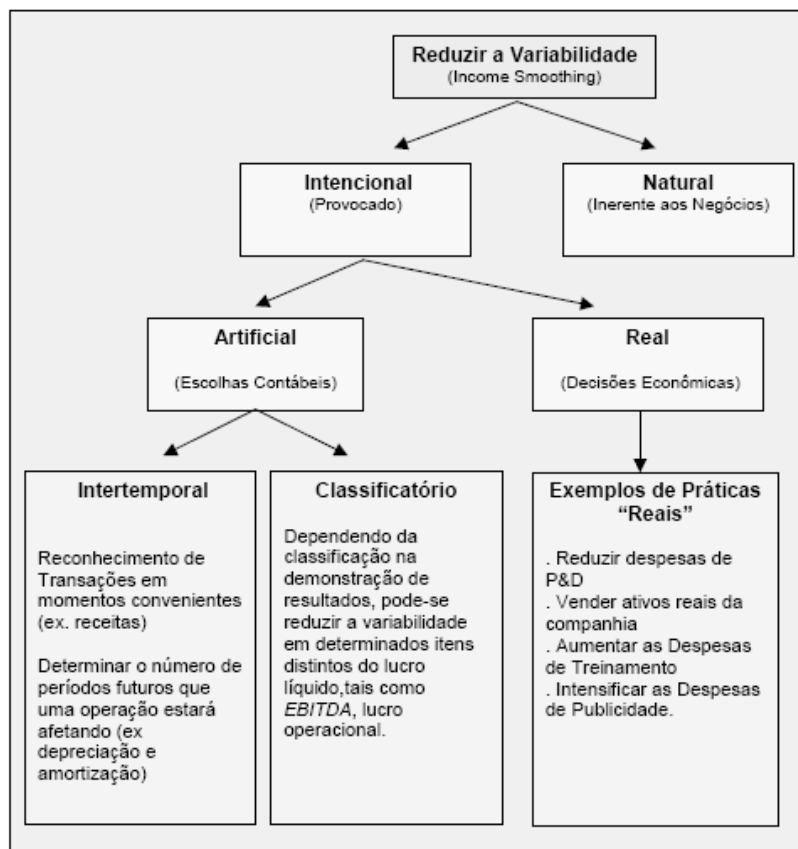
⁵ “Nós investigamos a exatidão de seis diferentes modelos de estimativa das acumulações e oferecemos os seguintes resultados... Somente o modelo KANG-SIVARAMAKRISHNAN (1995) desempenha moderadamente bem.” (Tradução Livre)

Outros pesquisadores também desenvolveram estudos com relação às contas específicas como Petroni (1992), Beaver e Engel (1996) e Beaver e McNichols (1998), cujos resultados atingem com mais propriedade a empresa e/ou o ramo de atividades que está sendo pesquisado.

Um fato discutido pelos pesquisadores refere-se ao fato de que os investidores não gostam e não querem ser surpreendidos por alterações significativas no comportamento dos resultados da empresa no passar dos períodos.

Martinez (2001, p. 80) demonstra um quadro com as especificidades da metodologia do *Income Smoothing*, ressaltando as necessidades das corporações e o objetivo da escolha da metodologia.

Figura 3 – Maneiras de Reduzir a Variabilidade (*Income Smoothing*)



Extraído de Martinez (2001, p. 80)

Por último, tem-se as metodologias que incentivaram os estudos para os modelos de distribuição de frequências. O ponto preponderante para esta metodologia é o comportamento dos lucros com os pontos de referência (*benchmarks*) e a análise das distribuições.

Esta metodologia tem uma vantagem a ser considerada que é a facilidade para a obtenção dos dados e análise dos histogramas de acordo com as variações do índice lucro por ação, ou outro indicador objeto da pesquisa.

Entretanto, a maior desvantagem é a falta de opções para identificar e até mesmo propor alternativas para a redução de discrepâncias ou possibilitar a adequação das Demonstrações Contábeis das corporações, uma vez que o montante discricionariamente alterado não pode ser identificado.

Os precursores dessa metodologia foram os trabalhos de Burgsahler e Dichev (1997) e, posteriormente, Degeroge, Patel & Zeckhaiser (1999). Estes trabalhos focalizaram basicamente o comportamento dos resultados contábeis, como lucro próximo a zero e o resultado do ano anterior.

Estes trabalhos determinaram as principais necessidades das empresas para ensejarem tais discricionariedades.

Entre os problemas percebidos destacam-se:

- i) **Evitar Perda:** as empresas procuram evitar a apuração de perdas em seus resultados contábeis. Portanto, se o resultado contábil latente indica que está ocorrendo pequeno prejuízo, farão o possível para reverter essa situação e apresentar pequeno lucro como resultado;
- ii) **Sustentar o Desempenho Recente:** as empresas procuram sinalizar para o mercado a ideia de continuidade de resultados e de crescimento constante. Em situação na qual a empresa terá desempenho um pouco inferior à referência contábil passada, esta procurará ajustar-se de modo a manter a continuidade;
- iii) **Confirmar as Expectativas dos Analistas:** as empresas procuram apresentar resultados que sejam próximos daqueles que foram projetados pelos analistas de mercado. A intenção é atender às expectativas e evitar surpresas na divulgação dos resultados.

Um fator bastante importante refere-se à motivação para proporcionar o gerenciamento nas Demonstrações Contábeis das empresas. Quando estes se referem ao mercado de capitais, as informações deixam de fomentar usuários internos e acionistas e passam a ter uma função social distorcida da razão destas próprias Demonstrações e seu reflexo na economia.

Um importante estudo desenvolvido nesta área foi efetuado por Teoh, Welch e Wong (1998), que buscaram evidências para a obtenção de lucros no momento do IPO.

Uma informação importante do autor refere-se ao fato de se limitar à primeira subscrição de ações e, desta forma, elimina a possibilidade de que o estudo traga conclusões para o aumento de capital em empresas com ações disponíveis no mercado.

Martinez (2001, p. 53) relata com relação a este trabalho que “as firmas que estão realizando IPO possuem valor relativamente alto de acumulações (*accruals*) correntes, quando comparadas a firmas da mesma indústria. As acumulações discricionárias são bom preditor para o desempenho das ações nos três anos subsequentes.”

Algumas evidências relacionadas à utilização do gerenciamento em empresas que planejam a abertura de capital são percebidas por Teoh, Welch & Wong (1998) que podem ser relacionadas da seguinte forma:

- i) os resultados contábeis das firmas que fazem ofertas públicas no mercado de capitais são de modo geral excepcionalmente favoráveis;
- ii) os resultados contábeis após o lançamento são de modo geral modestos nos anos seguintes à oferta pública;
- iii) existe forte associação entre a extensão do “gerenciamento” de resultados e o desempenho subsequente da ação – firmas com muitas acumulações (*accruals*) têm pior desempenho nos anos após o lançamento.

O trabalho de Martinez (2004, p. 7) trata de um artigo acadêmico baseado na sua própria dissertação, que traz como novidade a modificação do modelo KS para a realidade brasileira, considerando o efeito dos impostos sobre o valor agregado nas demais contas das Demonstrações Contábeis e nos índices que são utilizados para a determinação das Acumulações Totais.

Adicionalmente, é verificado a necessidade de complementação das informações do Ativo Imobilizado, já que para a maioria das empresas estes valores aparecem de forma consolidada, o que impossibilitaria a exclusão dos efeitos da depreciação no desenvolvimento dos indicadores para o modelo KS.

Um dos primeiros artigos brasileiros após a tese de Martinez foi apresentado por Lopes e Tukamoto (2007). Este trabalho tinha como objetivo a avaliação da existência do gerenciamento nos resultados para as empresas brasileiras. A comparação feita refere-se a aderência aos programas de ADR.

Este trabalho buscou complementar os estudos até então com as diferenças entre os princípios brasileiros e os princípios americanos denominados United States Generally Accepted Accounting Principles – US GAAP, servindo como parâmetro para a identificação dos índices utilizados na metodologia conforme o modelo modificado de Jones.

Nesta pesquisa encontra-se um trabalho apresentado na Universidade de Maryland por Ibrahim (2005), que tratou as metodologias do gerenciamento de resultados como uma avaliação para a detecção intencional da manipulação dos resultados. O ponto que chama atenção neste trabalho é que ele foi desenvolvido por Ibrahim para a obtenção do título de Doutor em Filosofia.

Existem também trabalhos brasileiros dedicados às instituições financeiras. Um destes foi o artigo desenvolvido por Fuji e Carvalho (2005), que trabalhou a análise do gerenciamento para as contas de provisão para créditos duvidosos para as instituições bancárias brasileiras.

Este trabalho desenvolveu o modelo modificado de Jones para as instituições financeiras brasileiras com base nos trabalhos desenvolvidos por McNichols e Wilson (1988), que definem os conceitos de contabilidade fraudulenta, da seguinte forma: “práticas que violam os princípios contábeis e demonstram claramente a intenção de enganar, tais como: registro de vendas fictícias, antecipação documental da data de realização das vendas e superestimação de estoques pelo registro de inventário fictício.”

Um fato importante no trabalho de Spohr (2005), que é origem sueca, é a vasta bibliografia utilizada daquele país, cujas pesquisas, no início da década, contribuíram para o desenvolvimento do seu trabalho.

Este trabalho desenvolve a pesquisa exploratória com relação ao tema e tem um foco bastante importante nas motivações para o gerenciamento de resultados tratando com detalhes as necessidades de financiamento e as garantias das empresas para a obtenção destes.

Cardoso *et al.* (2006) desenvolveram um trabalho voltado para a pesquisa empírica de acordo com a segregação entre os níveis de Governança Corporativa certificados pela Bovespa.

Este trabalho buscou diferenciar pela primeira vez, o gerenciamento de acordo com a certificação oferecida pela Bovespa.

Os eventos decorrentes de transações entre companhias ligadas foram estudados por Rodrigues, Paulo e Carvalho (2006). Dentro desse contexto, a controladora pode utilizar sua influência nas relações com as controladas de modo a transferir resultados da controlada para controladora ou vice-versa.

O trabalho foi desenvolvido como uso das análises dos histogramas encontrado na base para a pesquisa empírica. O trabalho conclui a existência do gerenciamento dos resultados para as empresas, entretanto, não prova que o gerenciamento está nas transações entre as empresas ligadas.

Martinez e Ramos (2006) desenvolvem um trabalho semelhante ao de Cardoso (2006), voltado para a Governança Corporativa e os seus princípios, bem como a adequação das empresas e dos resultados com a certificação pela Bovespa.

Além de extensa com relação aos critérios de Governança Corporativa, a pesquisa determina os indicadores para cada nível de acordo com os níveis da Bovespa.

A conclusão obtida surpreendeu o próprio autor, pois as empresas com maior nível na escala de Governança Corporativa da Bovespa possuem um nível maior de manejo das acumulações discricionárias.

Martins, Paulo e Corrar (2007) desenvolveram o trabalho para detectar o gerenciamento do resultado através da análise do diferimento tributário.

Um dos pontos identificados é a diferença entre os indicadores de motivação encontrados na economia americana e a realidade das empresas brasileiras pesquisadas, principalmente os setores de mineração, siderurgia e metalurgia.

Um ponto destacado pelos autores é a falta de um banco de dados com detalhe das informações completas e consistentes para as empresas brasileiras, uma vez que informações tributárias precisam estar consistentes e com a variação comprovada durante os períodos.

3. METODOLOGIA

O principal objetivo da metodologia em um trabalho científico é o de ajudar o pesquisador, o leitor e outros estudiosos interessados no trabalho a definir o processo de investigação como um conjunto de regras de como proceder no curso da investigação.

A partir do problema pesquisado, bem como do levantamento de hipóteses e dos objetivos estabelecidos, os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento deste estudo contemplaram as seguintes abordagens e definições.

3.1. Tipologia do estudo

Em consequência do objetivo geral estabelecido, o estudo aborda uma pesquisa empírico-analítica, uma vez que é um estudo prático voltado ao tratamento quantitativo de dados através do uso de técnicas estatísticas.

Conforme Martins (2002a, p. 34), as tipologias de estudo empírico-analíticas são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, em que a validação da prova científica é buscada através de testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais; portanto, privilegiando estudos práticos.

Para a fundamentação teórica do estudo, o trabalho baseou-se numa pesquisa bibliográfica, pois teve contribuição de fontes teóricas nacionais e internacionais, abordando assuntos relacionados à listagem de empresas em bolsa de valores, Governança Corporativa e o gerenciamento de resultados.

Nesse sentido, Martins (2002a, p. 35) ensina que a pesquisa bibliográfica “é um estudo para conhecer as contribuições científicas sobre determinado assunto. Tem como objetivo recolher, selecionar, analisar e interpretar as contribuições teóricas já existentes sobre determinado assunto.”

3.2. Coleta de dados

Os dados empíricos processados neste estudo, referentes “à amostra original”, tiveram origem na população das companhias listadas na Bovespa durante o ano de 2007, pertencentes ao N1GC, N2GC e NM, conforme exposto detalhadamente no plano amostral a seguir.

Haja vista a inviabilidade da obtenção dos dados diretamente das companhias e compilação destes, eles foram coletados através do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), utilizando as informações enviadas por estas empresas no formulário da DFP. É utilizado o programa do Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da própria CVM para a tabulação dos dados.

Portanto, todos os dados empíricos foram obtidos de fontes oficiais e secundárias, sendo que todos os dados foram colhidos desta mesma fonte.

3.3. Plano amostral

O plano amostral da pesquisa compreendeu as companhias que se tornaram públicas no período de 2007 aderindo ao N1GC, N2GC e NM da Bovespa.

A definição técnica para a classificação dos componentes a serem analisados, podem ser definidos com os critérios utilizados por Tavares (2006, p. 80), a seguir:

- População: Companhias de capital aberto no Brasil;
- População-Alvo: Companhias listadas na Bovespa;
- População de Estudo: Companhias listadas no N1GC, N2GC e NM;
- Amostra: Companhias listadas no N1GC, N2GC e NM durante o exercício de 2007.

Desta forma, para efeitos destas definições foram utilizadas as DFP's do período de 2007, ano este referente à listagem, e a mesma demonstração para o ano imediatamente anterior, perfazendo assim os requisitos necessários para os trabalhos de Gerenciamento de Resultados.

Obviamente as informações constantes tanto na CVM e na Bovespa relacionam outras empresas com listagem durante o ano de 2007. Entretanto, estas outras empresas não atenderam aos requisitos da nossa pesquisa pois não atendem aos índices de Governança Corporativa da Bovespa. Estas empresas são aquelas relacionadas no Mercado Balcão da Bovespa ou as empresas que listaram recibos de ações das empresas em Bolsas de Valores em outros países, os ADR.

No quadro a seguir, têm-se a relação das empresas que fazem parte da amostra para fins deste trabalho.

Quadro 8 - Dados das empresas componentes da amostra ordenadas pelo Mercado

Nº	Nome	Segmento	Data da listagem	Mercado
1	BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	Bancos	13/06/2007	N1
2	BCO DAYCOVAL S.A.	Bancos	27/06/2007	N1
3	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	Bancos	17/09/2007	N1
4	BCO INDUSVAL S.A.	Bancos	10/07/2007	N1
5	BCO PANAMERICANO S.A.	Bancos	12/11/2007	N1
6	BCO PINE S.A.	Bancos	27/03/2007	N1
7	BCO SOFISA S.A.	Bancos	26/04/2007	N1
8	PARANÁ BCO S.A.	Bancos	11/06/2007	N1
9	BCO ABC BRASIL S.A.	Bancos	23/07/2007	N2
10	ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.	Serviços Educacionais	26/07/2007	N2
11	KROTON EDUCACIONAL S.A.	Serviços Educacionais	20/07/2007	N2
12	MULTIPLAN - EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	Exploração de Imóveis	25/07/2007	N2
13	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A.	Serviços Educacionais	18/10/2007	N2
14	SUL AMERICA S.A.	Seguradoras	03/10/2007	N2
15	AÇUCAR GUARANI S.A.	Alimentos Diversos	20/07/2007	NM
16	AGRA EMPREEND. IMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Construção Civil	19/04/2007	NM
17	AMIL PARTICIPAÇÕES S.A.	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	24/10/2007	NM
18	BZW - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	Comércio / Produtos Diversos	26/07/2007	NM
19	BEMATECH IND. E COM. EQUIP. ELETRONIC S.A.	Computadores e Equipamentos	17/04/2007	NM
20	BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.	Serviços Financeiros Diversos	28/11/2007	NM
21	BOVESPA HOLDING S.A.	Serviços Financeiros Diversos	23/10/2007	NM
22	BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	Exploração de Imóveis	03/04/2007	NM
23	BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	Intermediação Imobiliária	26/10/2007	NM
24	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A.	Materiais de Construção	29/01/2007	NM
25	CIA BRAS DESENV IMOBILIÁRIO TURÍSTICO	Exploração de Imóveis	13/07/2007	NM
26	CIA. PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Materiais Diversos	25/07/2007	NM
27	CONSTRUTORA TENDA S.A.	Construção Civil	11/10/2007	NM
28	CR2 EMPREEND. IMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Construção Civil	16/04/2007	NM
29	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR. PART	Construção Civil	01/08/2007	NM
30	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Construção Civil	02/03/2007	NM
31	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção Civil	15/06/2007	NM
32	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Fertilizantes e Defensivos	10/04/2007	NM
33	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	Exploração de Imóveis	26/07/2007	NM
34	HELBOR EMPREEND. IMENTOS S.A.	Construção Civil	09/07/2007	NM
35	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	Exploração de Imóveis	02/02/2007	NM
36	INPAR S.A.	Construção Civil	23/05/2007	NM
37	JBS S.A.	Carnes e Derivados	27/03/2007	NM
38	JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção Civil	04/04/2007	NM
39	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Transporte Hidroviário	04/06/2007	NM
40	MARFRIG FRIGORÍFICOS E COM. DE ALIM. S.A.	Carnes e Derivados	18/06/2007	NM
41	MARISA S.A.	Tecidos, Vestuários e Calçados	13/06/2007	NM
42	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Equipamentos Elétricos	10/04/2007	NM
43	MINERVA S.A.	Carnes e Derivados	18/07/2007	NM
44	MPX ENERGIA S.A.	Energia Elétrica	07/12/2007	NM
45	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção Civil	13/07/2007	NM
46	PDG REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	Construção Civil	23/01/2007	NM
47	REDECARD S.A.	Serviços Financeiros Diversos	11/07/2007	NM
48	RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Construção Civil	18/01/2007	NM
49	SÃO MARTINHO S.A.	Alimentos Diversos	07/02/2007	NM
50	SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	Madeira	21/09/2007	NM
51	SLC AGRÍCOLA S.A.	Alimentos Diversos	12/06/2007	NM
52	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	Fios e Tecidos	25/07/2007	NM
53	TECNISA S.A.	Construção Civil	09/01/2007	NM
54	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.	Transporte Rodoviário	28/06/2007	NM
55	TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A.	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	17/12/2007	NM
56	TRISUL S.A.	Construção Civil	10/10/2007	NM

Quadro 9 - Dados das empresas componentes da amostra ordenadas pelo Segmento

Nº	Segmento	Nome	Data da listagem	Mercado
1	Alimentos Diversos	AÇÚCAR GUARANI S.A.	20/07/2007	NM
2	Alimentos Diversos	SÃO MARTINHO S.A.	07/02/2007	NM
3	Alimentos Diversos	SLC AGRICOLA S.A.	12/06/2007	NM
4	Bancos	BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	13/06/2007	N1
5	Bancos	BCO DAYCOVAL S.A.	27/06/2007	N1
6	Bancos	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	17/09/2007	N1
7	Bancos	BCO INDUSVAL S.A.	10/07/2007	N1
8	Bancos	BCO PANAMERICANO S.A.	12/11/2007	N1
9	Bancos	BCO PINE S.A.	27/03/2007	N1
10	Bancos	BCO SOFISA S.A.	26/04/2007	N1
11	Bancos	PARANÁ BCO S.A.	11/06/2007	N1
12	Bancos	BCO ABC BRASIL S.A.	23/07/2007	N2
13	Carnes e Derivados	JBS S.A.	27/03/2007	NM
14	Carnes e Derivados	MARFRIG FRIGORÍFICOS E COM. DE ALIM. S.A.	18/06/2007	NM
15	Carnes e Derivados	MINERVA S.A.	18/07/2007	NM
16	Comércio / Produtos Diversos	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	26/07/2007	NM
17	Computadores e Equipamentos	BEMATECH IND. E COM. EQUIP. ELETRONIC S.A.	17/04/2007	NM
18	Construção Civil	AGRA EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	19/04/2007	NM
19	Construção Civil	CONSTRUTORA TENDA S.A.	11/10/2007	NM
20	Construção Civil	CR2 EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	16/04/2007	NM
21	Construção Civil	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR. PART.	01/08/2007	NM
22	Construção Civil	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	02/03/2007	NM
23	Construção Civil	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	15/06/2007	NM
24	Construção Civil	HELBOR EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	09/07/2007	NM
25	Construção Civil	INPAR S.A.	23/05/2007	NM
26	Construção Civil	JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	04/04/2007	NM
27	Construção Civil	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	13/07/2007	NM
28	Construção Civil	PDG REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	23/01/2007	NM
29	Construção Civil	RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	18/01/2007	NM
30	Construção Civil	TECNISA S.A.	09/01/2007	NM
31	Construção Civil	TRISUL S.A.	10/10/2007	NM
32	Energia Elétrica	MPX ENERGIA S.A.	07/12/2007	NM
33	Equipamentos Elétricos	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	10/04/2007	NM
34	Exploração de Imóveis	MULTIPLAN - EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	25/07/2007	N2
35	Exploração de Imóveis	BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	03/04/2007	NM
36	Exploração de Imóveis	CIA. BRAS. DESENV. IMOBILIÁRIO TURÍSTICO	13/07/2007	NM
37	Exploração de Imóveis	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	26/07/2007	NM
38	Exploração de Imóveis	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	02/02/2007	NM
39	Fertilizantes e Defensivos	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	10/04/2007	NM
40	Fios e Tecidos	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	25/07/2007	NM
41	Intermediação Imobiliária	BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	26/10/2007	NM
42	Madeira	SATPEL INDUSTRIAL S.A.	21/09/2007	NM
43	Materiais de Construção	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A.	29/01/2007	NM
44	Materiais Diversos	CIA. PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	25/07/2007	NM
45	Seguradoras	SUL AMERICA S.A.	03/10/2007	N2
46	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	AMIL PARTICIPAÇÕES S.A.	24/10/2007	NM
47	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A.	17/12/2007	NM
48	Serviços Educacionais	ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.	26/07/2007	N2
49	Serviços Educacionais	KROTON EDUCACIONAL S.A.	20/07/2007	N2
50	Serviços Educacionais	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A.	18/10/2007	N2
51	Serviços Financeiros Diversos	BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.	28/11/2007	NM
52	Serviços Financeiros Diversos	BOVESPA HOLDING S.A.	23/10/2007	NM
53	Serviços Financeiros Diversos	REDECARD S.A.	11/07/2007	NM
54	Tecidos, Vestuários e Calçados	MARISA S.A.	13/06/2007	NM
55	Transporte Hidroviário	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	04/06/2007	NM
56	Transporte Rodoviário	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	28/06/2007	NM

3.4. Variáveis Operacionais

O uso de definições operacionais em um trabalho científico é importante porque exclui as possíveis ambiguidades sobre o entendimento das variáveis operacionalizadas no estudo, de modo que todas as pessoas envolvidas tenham a mesma compreensão sobre a mensuração da característica em questão. Portanto, elimina as discordâncias sobre os significados dos termos.

Geralmente, as pesquisas na área de Governança Corporativa estudam, individualmente, a possível influência de mecanismos específicos de governança,

como concentração da estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de capital, política de remuneração etc., sobre variáveis de desempenho empresarial, como indicadores contábeis de rentabilidade e métricas de valor de mercado.

Neste estudo, busca-se verificar a possível influência da adoção explícita das práticas de Governança Corporativas instituídas pela Bovespa, chamadas “normas de conduta”, sobre a rentabilidade e valor das companhias listadas no N1GC, N2GC e NM durante o ano de 2007.

A busca neste trabalho, através das formulações do Gerenciamento de Resultado, procura evidenciar se o gerenciamento é uma das possibilidades para as variações existentes, e se os critérios de Governança Corporativa influenciam positivamente na avaliação do material coletado.

O presente trabalho utiliza por definição o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) para a solução do modelo para as Acumulações Discricionárias. Estas são consideradas como as evidências do gerenciamento de resultados em uma base científica coletada, cuja fórmula está a seguir.

Quadro 10: Modelo Acumulação Discricionário KS (1995)

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] + \epsilon_{it}$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Des_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] \}$$

Extraído de Martinez (2001, p. 49)

O modelo acima considera duas funções da mesma fórmula, uma vez que as Acumulações Discricionárias (ADit) são calculados como uma função do cálculo das Acumulações Totais (ATit).

Com base na formulação, as variáveis consideradas independentes a serem utilizadas para o trabalho empírico estão consideradas abaixo:

Quadro 11: Índices utilizados no modelo KS (1995)

$\delta_1 X Rec_{it}$	→ Índice de Receita;
$\delta_2 X Desp_{it}$	→ Índice de Despesa;
$\delta_3 X A.Perm_{it}$	→ Índice de Ativo Imobilizado;

As variáveis acima são analisadas através de testes de significância de médias, nos quais os próprios indicadores são comparados por amostras emparelhadas juntamente com aquelas de mesmo nível de Governança Corporativa.

Com relação ao trabalho de análise, Martinez (2001, p. 98) comenta que os parâmetros acima podem ser interpretados como os indicadores de rotatividade que procuram acomodar fatores específicos da firma e compensam o fato da equação do modelo KS estar sendo estimada em amostra conjunta de várias empresas entrecruzadas.

A análise estatística trata as variáveis apresentadas a seguir em função das informações do ano anterior e, desta forma, identifica cada um dos componentes para a avaliação do Gerenciamento de Resultados.

3.4.1. Índice de Receita

O denominado índice de receita é utilizado como componente do modelo de Acumulação Discricionária como função do montante total de Receitas do Período com relação aos saldos contas a receber do ano anterior.

Desta forma, a formulação contida no item anterior tem sua função completamente descrita com base na seguinte formulação:

$$\delta_1 \times Rec_{it} \rightarrow [CR_{i,t-1} / Rec_{i,t-1}] \times Rec_{it}$$

em que:

CR = Contas a Receber

Rec = Receita de Vendas (líquida de impostos)

Este componente tem como objetivo incluir na função a necessidade de gerenciamento do resultado através de erros, intencionais ou não, pelo faturamento e seu efeito nas receitas de vendas e será doravante denominado de IND1_REC.

3.4.2. Índice de Despesa

O denominado índice de despesa é utilizado como componente do modelo de Acumulação Discricionária como função do montante total de despesas do período

com relação à movimentação do capital de giro líquido com as despesas do ano anterior.

Para este caso, o detalhamento da formulação tem a seguinte característica estatística:

$$\delta_2 \times \text{Desp}_{it} \rightarrow [\text{CGL}_{it-1} - \text{CR}_{it-1}] \times \text{Desp}_{it}$$

em que:

CGL = Capital de giro líquido (excluído das disponibilidades, financiamento de curto prazo)

CR = Contas a Receber

Desp = Despesas operacionais

Este componente tem como objetivo incluir na função a possibilidade de gerenciamento do resultado através das variações no fluxo de caixa direcionadas ao resultado e será doravante denominado de IND2_DESP

3.4.3. Índice de Ativo Imobilizado

O denominado índice de ativo permanente, cuja nomenclatura foi alterada para Ativo Imobilizado com o advento da Lei 11.638/07, é utilizado como componente do modelo de Acumulação Discricionária como função do montante total de despesas de depreciação e o total do ativo imobilizado do ano anterior.

Durante a execução deste trabalho este indicador será demonstrado nos componentes das fórmulas com indicações ao ativo permanente (A.Perm. e IND3_APER), com o objetivo de se manter relação com todos os trabalhos já realizados sobre o assunto.

Para este caso, o detalhamento da formulação tem a seguinte característica estatística:

$$\delta_3 \times \text{A.Perm}_{it} \rightarrow [\text{DEPR}_{it-1} / \text{A.Perm}_{it-1}] \times \text{A.Perm}_{it}$$

em que:

DEPR = Despesa com depreciação

A.Perm = Ativo Imobilizado

Este último componente registra a função do mais importante valor cujo resultado é afetado sem a movimentação de fluxos de caixa e em virtude dos valores expressivos nas grandes companhias podem acobertar valores significativos gerenciados e será denominado doravante de IND3_APER.

3.5. Testes estatísticos de validação da amostra

O trabalho de realização dos testes foi preparado e operacionalizado através de uma base de dados preparada com as informações obtidas com o programa da CVM e operacionalizado através do programa *SPSS Statistics 17.0 for Windows*.

O ferramental utilizado durante a execução dos trabalhos foi o Teste t de Significância, para a validação das médias da amostra. A análise é completada pelo teste bicaudal da estatística t .

Adicionalmente, foi aplicado o Teste de Kolmogorov-Smirnov na verificação dos pressupostos da normalidade das observações e homogeneidade das variâncias populacionais.

O teste de Kolmogorov-Smirnov é recomendado por Cooper e Schindler (2003, p. 87) para a validação da amostra para análises compostas por dados ordinais e exige-se a comparação de uma distribuição de amostra observada com uma distribuição teórica.

3.6. Estrutura das análises

As análises da pesquisa empírica estão estruturadas com base nos procedimentos descritos a seguir. Inicialmente fazem-se algumas análises preliminares por meio de gráficos ou tabelas. Em seguida, realizam-se testes de significância de médias para validar as análises iniciais. Primeiramente, testam-se hipóteses de diferenças e, para tais casos, testam-se hipóteses para detectar se as diferenças foram para maior ou menor.

Tais procedimentos aplicaram-se às companhias consideradas em conjunto e, posteriormente, às empresas consideradas individualmente. Por último, realizam-se análises para comparação com as tendências das análises da amostra original.

3.7. Limitações da pesquisa

O processo de elaboração do trabalho como um todo, pode proporcionar, durante a organização e análise dos dados, a limitação das condições em que se direciona o trabalho, modificando a essência qualitativa da apresentação do resultado.

Em geral, os trabalhos científicos deparam-se com detalhes da execução do trabalho, dificuldades na coleta de dados e até mesmo itens involuntários que interferem a avaliação do pesquisador resultante de sua experiência ou referente a complexidade do material coletado.

O presente trabalho não tem a intenção de se avaliar o valor de mercado das empresas pesquisadas, bem como preço da ação, e até mesmo a variação destes no período abrangido pelo trabalho. Por conseguinte, qualquer informação de mercado não foi utilizada durante a execução dos trabalhos.

Não se considerou a opinião dos auditores independentes para os registros coletados para a pesquisa. A validação, ou falta desta, pelos auditores e até mesmo qualquer ressalva apresentada não foram consideradas.

Apesar do sentido amplo que norteia a expressão “boas práticas de Governança Corporativa”, que envolve um conjunto de regras societárias para ampliação dos direitos dos acionistas, aumento do grau de *disclosure* das informações prestadas pelas companhias, busca de meios para resolução de conflitos entre gestores e acionistas, oferecendo aos investidores mais segurança e confiança na aplicação e manutenção de seus recursos, a abrangência dessa expressão referida na pesquisa limita-se às práticas de Governança Corporativa correspondentes ao N1GC, N2GC e NM da Bovespa.

Adicionalmente, a segregação pelo nível de Governança Corporativa da Bovespa teve a função de correlacionar os dados coletados durante a execução do trabalho, e, em momento algum, estes modificam os dados ou pressupõem alguma característica diferenciada.

4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo o presente trabalho busca documentar e comprovar o trabalho operacionalizado das diversas informações coletadas e, desta forma, demonstrar o desenvolvimento rumo às hipóteses objeto do estudo.

Conforme Martins (2002, p. 55), uma vez depurados, os dados e as informações deverão ser analisados visando à solução do problema de pesquisa proposto, o alcance dos objetivos sugeridos, bem como utilizados para se testar as hipóteses enunciadas.

O trabalho neste capítulo considera o problema de pesquisa, os objetivos e as variáveis operacionais estabelecidas visando o relacionamento destas com os testes estatísticos.

4.1. Pressupostos para a escolha dos testes estatísticos

Quando da utilização de teste estatístico para análise de significância de dados numéricos, faz-se necessária uma verificação preliminar dos seguintes pressupostos para auxiliar na escolha do tipo de teste de significância a ser utilizado – paramétrico ou não paramétrico.

Desta forma, Pereira (2004, p. 128) observa que os requisitos para os testes paramétricos são:

- possibilidade de realizar operações numéricas sobre os dados experimentais;
- que os resultados distribuam-se normalmente; e
- homogeneidade das variâncias.

Em razão da utilização nas análises empíricas de dados totalmente numéricos, o primeiro requisito está atendido. O segundo item acima é atendido conforme demonstrado no tópico a seguir.

Com relação ao terceiro item, a variável utilizada para o trabalho é compreendida entre as funções do ano anterior em que as empresas foram listadas na Bovespa (2006) com o ano em que estas empresas foram listadas na Bovespa. Desta forma, não faz parte do trabalho a comparação da mesma amostra com um período diferente.

4.1.1. Normalidade

O teste de normalidade comumente utilizado são os testes de Kolmogorov-Smirnov e *t* Student, em que se existe a possibilidade de avaliar as variáveis em conjunto ou individualmente.

A premissa básica para esta avaliação para aplicação do teste de normalidade conforme Lapponi (2005, p. 362), “a variável de interesse é a diferença entre os pares de observação das duas amostras n_1 e n_2 , no lugar das próprias amostras, que devem ter o mesmo tamanho”.

Então com base em um determinado nível de significância previamente escolhido (será de 5% para este trabalho), realiza-se o seguinte teste de hipóteses:

$H_0: \mu_D = 0$ (A população das diferenças tem distribuição normal)

$H_1: \mu_D \neq 0$ (A população das diferenças não tem distribuição normal)

Em que: H_0 é a hipótese nula e H_1 é a hipótese alternativa.

As Tabelas 4 e 5 mostram os resultados dos testes estatísticos de normalidade.

Tabela 4: Resumo dos casos processados do teste de normalidade - empresas em conjunto

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
IND1_REC	56	100,00%	0	0,00%	56	100,00%
IND2_DESP	56	100,00%	0	0,00%	56	100,00%
IND3_APER	56	100,00%	0	0,00%	56	100,00%

FONTE: Output do SPSS

Tabela 5: Teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov - empresas em conjunto

		IND1_REC	IND2_DESP	IND3_APER
Normal Parameters ^{a,b}	N	56	56	56
	Mean	269530,8737	146487,5	381,896
	Std. Deviation	1,59E+06	3,70E+05	1795,42372
Most Extreme Differences	Absolute	0,449	0,308	0,513
	Positive	0,449	0,308	0,513
	Negative	-0,433	-0,253	-0,416
	Kolmogorov-Smirnov Z	3,362	2,306	3,837
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

FONTE: *Output* do SPSS

em que:

- *IND1_REC*: Índice da variável do Contas a Receber pela Receita de Vendas do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pela Receita de Vendas do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto;
- *IND2_DESP*: Índice da variável do Capital de Giro Líquido menos o saldo de Contas a Receber do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pelo total das Despesas Operacionais do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto;
- *IND3_APER*: Índice da variável da Despesa com Depreciação pelo Ativo Imobilizado Total do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pelo total do Ativo Imobilizado do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto.

Desta forma, analisando o *output* dos casos processados na Tabela 4, observa-se que todos os dados foram validados com êxito (100,0%), inexistindo a presença de *missing value*.

Considerando a Tabela 5 e o estabelecido nível de significância de 0,05 (5%), os resultados do teste de Kolmogorov-Smirnov mostram presença de normalidade para as variáveis, conforme a indicação do *output* do processamento dos casos. Desta forma não é possível rejeitar H_0 .

Adicionalmente, não é possível afirmar a ausência de normalidade para as variáveis uma vez que o nível de significância encontrado no teste de Kolmogorov-Smirnov é inferior ao nível previamente estabelecido (0,05).

4.2. Análise das empresas em conjunto

De acordo com as observações consideradas no item anterior, a amostra que será objeto do estudo comporta-se dentro dos parâmetros necessários para a avaliação do método de Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Entretanto, é apropriado descrever o comportamento dos dados e detalhá-los graficamente. Este procedimento terá como objetivo identificar, intuitivamente, alguma tendência dos indicadores IND1_REC, IND2_DESP e IND3_APER.

4.2.1. Teste de significância paramétrico: Teste *t*

O objetivo dos testes de significância é avaliar a veracidade de afirmações sobre os valores de parâmetros populacionais. Deste modo, para as análises do IND1_REC, IND2_DESP e IND3_APER das empresas analisadas em conjunto, formula-se as seguintes hipóteses:

Quadro 12: Hipóteses estatísticas para os testes de significância - empresas em conjunto

Hipótese nula	Hipótese alternativa
$H_0 : \mu_1 = \mu_2$	$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$

Para a hipótese H_0 , o teste de significância busca as confirmações para a *não significância* das variações para os indicadores IND1_REC, IND2_DESP e IND3_APER, considerando o conjunto da amostra.

Para a hipótese H_1 , o teste de significância busca as confirmações para a *significância* das variações para os indicadores IND1_REC, IND2_DESP e IND3_APER, considerando o conjunto da amostra.

Desta forma as variáveis são:

- *IND1_REC*: Índice da variável do Contas a Receber pela Receita de Vendas do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pela Receita de Vendas do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto;
- *IND2_DESP*: Índice da variável do Capital de Giro Líquido menos o saldo de Contas a Receber do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pelo total das Despesas Operacionais do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto;
- *IND3_APER*: Índice da variável da Despesa com Depreciação pelo Ativo Imobilizado Total do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pelo total do Ativo Imobilizado do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto.

De acordo com as hipóteses nulas formuladas (H_0), não houve mudança significativa no *IND1_REC*, *IND2_DESP* e *IND3_APER* depois da listagem na Bovespa no ano de 2007. Ao contrário, conforme as hipóteses alternativas (H_1), houve mudança significativa nesses indicadores depois da listagem na Bovespa no ano de 2007.

As conclusões sobre os resultados dos testes serão fundamentadas nos seguintes pontos:

- se o nível de significância observado (Sig.) for maior ou igual ao nível de significância (α), a hipótese nula não será rejeitada;
- se o nível de significância observado (Sig.) for menor do que o nível de significância previamente estabelecido (α), a hipótese nula será rejeitada e será aceita a hipótese alternativa.

Resumindo:

Sig. $\geq \alpha \rightarrow$ Não se rejeita H_0 .

Sig. $< \alpha \rightarrow$ Rejeita-se H_0 e aceita-se H_1 .

A Tabela 6 apresenta os resultados do Teste *t* de significância (paramétrico) para as variáveis em estudo, considerando as empresas em conjunto.

O teste *t* considera a distribuição *t* com $n - 1$ graus de liberdade (df), uma vez que os testes são realizados sobre a amostra das diferenças encontradas.

Tabela 6: Teste t das amostras - empresas em conjunto

	<i>t</i>	df	Sig. (2-tailed)
IND1_REC	1,268	55	0,210
IND2_DESP	1,918	55	0,060
IND3_APER	1,592	55	0,117

FONTE: *Output* do SPSS (adaptado)

em que:

- *IND1_REC*: Índice da variável do Contas a Receber pela Receita de Vendas do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pela Receita de Vendas do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto;
- *IND2_DESP*: Índice da variável do Capital de Giro Líquido menos o saldo de Contas a Receber do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pelo total das Despesas Operacionais do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto;
- *IND3_APER*: Índice da variável da Despesa com Depreciação pelo Ativo Imobilizado Total do ano anterior à listagem na Bovespa (2006) pelo total do Ativo Imobilizado do ano da listagem na Bovespa (2007) em conjunto.

De acordo com a Tabela 6, verifica-se que os resultados do Teste *t* mostram que o nível de significância observado nas amostras em conjunto para o nível de significância (Sig.) calculado pelo teste ($IND1_REC = 0,210$, $IND2_DESP = 0,060$, $IND3_APER = 0,117$) é maior que o nível de 0,05 estabelecido, sendo possível aceitar H_0 .

Para situações em que a população pode variar entre sinais positivos e negativos efetua-se o teste bicaudal através da estatística *t*, que é obtida da seguinte forma:

$$t = \frac{\bar{x}_D - 0}{s_D / \sqrt{n}}$$

em que:

\bar{x}_D : média da amostra das diferenças;

s_D : desvio-padrão da amostra das diferenças;

n : tamanho da amostra das diferenças.

Assim sendo, para um determinado nível de significância α , a regra de decisão é rejeitar a hipótese nula (H_0) se a estatística do teste t calculada for igual ou exceder o valor crítico da cauda superior (t_{n-1}) da distribuição t , ou se a estatística do teste t calculada for igual ou ficar abaixo do valor crítico da cauda inferior ($-t_{n-1}$) da distribuição t , conforme o caso.

Resumindo:

$t \geq t_{n-1}$ ou $t \leq -t_{n-1} \rightarrow$ Rejeita-se H_0 e aceita-se H_1 .

$t < -t_{n-1}$ ou $t > t_{n-1} \rightarrow$ Não se rejeita H_0 .

Desta forma, o teste de hipóteses para as variáveis IND1_REC, IND2_DESP e IND3_APER é assim demonstrado:

$H_0: \mu_1 \geq \mu_2$

$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$

em que: H_0 é a hipótese nula e H_1 é a hipótese alternativa.

Diante desses critérios, como demonstrado na tabela a seguir o valor de t necessita ser comparado com o valor crítico para $t - 1 = 55$, conforme dados da amostra em estudo.

O t crítico é baseado em uma tabela padrão de acordo com o número de observações. Para amostras superiores a 40 e inferiores a 60 observações o t crítico é calculado em 2,021 (vide Anexo II). Desta forma tem-se:

Tabela 7: Comparação t versus t crítico

	t	t crítico	
IND1_REC	1,268	2,021	$t < t_{\alpha-1}$
IND2_DESP	1,918	2,021	$t < t_{\alpha-1}$
IND3_APER	1,592	2,021	$t < t_{\alpha-1}$

Com base na demonstração acima, existe suficiente evidência que o indicador IND1_REC não é rejeitado nos dois testes. Esta forte evidência comprova que os efeitos na Receita de Vendas mantêm-se constantes e sem efeitos significativos que possam ter interesses complementares para os testes.

Existe ainda, suficiente evidência que o indicador IND2_DESP não é rejeitado nos dois testes. Esta forte evidência comprova que os efeitos na Despesa Operacional mantêm-se constantes e sem efeitos significativos que possam ter interesses complementares para os testes.

Por último, os testes evidenciam que o indicador IND3_APER não é rejeitado nos dois testes. Esta forte evidência comprova que os efeitos no Ativo Imobilizado mantêm-se constantes e sem efeitos significativos que possam ter interesses complementares para os testes.

4.3. Análise dos testes de regressão linear

A estimativa mais precisa das Acumulações Discricionárias tem como objetivo a avaliação temporal de uma série de dados, conhecido como *panel data*, este trabalho poderia detalhar qual o momento e qual a empresa em que tais práticas ocorreram. Entretanto, para tal realização o evento objeto da análise deve ser um período longo com intervalos regulares, diferentemente da proposta deste trabalho que considera um evento específico em um determinado momento das empresas.

4.3.1. Modelo aplicado

A estimativa das Acumulações Discricionárias envolve inicialmente que seja rodada a regressão para estimar os coeficientes que precedem as variáveis utilizadas. Esses coeficientes devem representar a melhor maneira de descrever o valor das Acumulações Totais para o contexto das empresas.

Martinez (2001, pp. 99-100) elencou algumas alternativas de modelos a serem utilizados para a realização dos testes, partindo do modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995), como:

- *método dos mínimos quadrados;*
- *inclusão de variáveis binárias para os anos;*
- *inclusão de variáveis binárias para os setores;*
- *utilização de variáveis instrumentais.*

Para este trabalho, somente a primeira alternativa foi utilizada em razão do objeto do trabalho não envolver outros indicadores e/ou informações das empresas parte da amostra.

Entretanto, adiante é demonstrado o trabalho incluindo variáveis para o nível de Governança Corporativa no ano da listagem na Bovespa.

Na tabela a seguir são demonstrados os itens que apresentaram estatísticas satisfatórias tanto no teste t e teste F, como nos resultados do coeficiente R^2 . Este componente demonstra que os indicadores considerados na amostra relacionam-se com o objetivo trabalho.

Tabela 8: Estimativa das Acumulações Discricionárias - agrupamentos específicos

Variável	Todas empresas		N2GC e NM		NM	
	AT/A _t	S.P	AT/A _t	S.P	AT/A _t	S.P
IND1_REC	0,971		0,815		0,527	
IND2_DESP	0,840		0,784		0,506	
IND3_APER	0,557		0,905		0,902	
Constant	0,36		0,35		0,34	
Observações	56		48		42	
R ²	0,31	(+/-)	0,33	(+/-)	0,15	(+/-)
F Teste	0,175		0,245		0,694	

significante ao nível de 5%

Notas:

AT = Acumulações Totais

S.P. = Sinal Previsto

4.3.2. Teste das estimativas das Acumulações Discricionárias

Depois de calculadas as Acumulações Discricionárias para cada empresa, apresentam-se a seguir os testes utilizados para verificar a coerência e validade das estimativas.

Demonstra-se na Tabela a seguir a situação das empresas com relação ao indicador de rentabilidade sobre os ativos, isto é, lucro líquido dividido pelo Ativo total em 4 subgrupos. Na segunda e terceira parte do quadro, tem-se a amostra das empresas, excluindo aquelas listadas no N1GC e no N1GC e N2GC em conjunto, respectivamente.

Tabela 9: Distribuição das Acumulações discricionárias pelo Índice de rentabilidade do Ativo

Todas as empresas listadas em 2007				
	LL/AT < - 2,0%	-2,0% < LL/AT < 0%	0% < LL/AT < 2,0%	2,0% < LL/AT
A. D. Positiva	64%	75%	22%	41%
A. D. Negativa	36%	25%	78%	59%
Observações	11	4	9	32

Todas as empresas listadas em 2007 como N2GC e Novo Mercado				
	LL/AT < - 2,0%	-2,0% < LL/AT < 0%	0% < LL/AT < 2,0%	2,0% < LL/AT
A. D. Positiva	64%	75%	29%	50%
A. D. Negativa	36%	25%	71%	50%
Observações	11	4	7	26

Todas as empresas listadas em 2007 como Novo Mercado				
	LL/AT < - 2,0%	-2,0% < LL/AT < 0%	0% < LL/AT < 2,0%	2,0% < LL/AT
A. D. Positiva	56%	75%	40%	50%
A. D. Negativa	44%	25%	60%	50%
Observações	9	4	5	24

Nesta tabela pode-se verificar que existe um nível de resultado onde independentemente do nível de Governança Corporativa, as acumulações discricionárias tendem a ser positivas.

Entretanto, observa-se que as empresas podem reduzir a rentabilidade, principalmente quando estes resultados já são positivos e, desta forma, o gerenciamento é efetuado para sustentar o desempenho ou postergar rentabilidade para períodos futuros.

Na tabela acima, observa-se que as empresas consideradas nos N1GC e N2GC tem uma probabilidade maior de gerenciar suas demonstrações de resultados aumentando o resultado do período em comparação com aquelas listadas como NM.

Uma outra observação, é a evidência do gerenciamento positivo nas empresas cujo indicador do lucro líquido pelo Ativo Total é negativo, mas inferior a -

2%, que fazem parte, basicamente, da amostra de empresas que foram listadas no NM durante o período.

5. CONCLUSÃO

5.1. Avaliação dos resultados

Ao longo da execução deste trabalho, buscou-se apresentar as evidências da existência do gerenciamento dos resultados nas empresas brasileiras, durante o processo de abertura de capital.

As posturas vertentes da abertura de capital podem ter como objetivo maximizar o preço das ações ofertadas, aumentando o valor captado pela empresa neste momento, ou ao contrário, reduzir este preço, implicando em prejuízo em um primeiro momento e uma significativa valorização para os detentores destes papéis.

Um fator importante considerado durante o trabalho foi a segregação dos efeitos do gerenciamento dos resultados através dos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa, em que se buscou verificar o efeito da transparência exigida para as empresas neles enquadradas.

A utilização do modelo KS para a realização dos testes empíricos é a mais adequada e recomendada por diversos pesquisadores devido à utilização de vários dados estritamente contábeis, que se relacionam para a composição da amostra estatística.

Em suma, os resultados aqui apresentados não podem ser tomados como verdade absoluta, servindo, então, como um fator informativo e indicativo da existência do gerenciamento de resultado. O estudo para cada empresa em um período mais longo é recomendado para certificar-se dos resultados individuais.

Na busca pelas hipóteses apresentadas no trabalho, é necessária a apresentação da tabela abaixo, que demonstra o percentual de empresas em cada grupo e a relativa variabilidade da lucratividade (Lucro Líquido (LL) sobre o Ativo Total (AT)) entre os períodos de 2006 e 2007.

Tabela 10: Variação de LL/AT entre 2006 e 2007

	N1GC	N2GC	Novo Mercado	Todas empresas
Aumento	63%	83%	45%	52%
Redução	38%	17%	55%	48%
Observações	8	6	42	56

Pode-se perceber que, em termos gerais, a abertura de capital das empresas não gerou variação significativa para o resultado destas, entretanto, vê-se uma quantidade significativa de empresas nos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa cujo resultado aumentou com a abertura de capital.

Embora não faça parte do trabalho entender o aumento no resultado das empresas, percebe-se que as aquelas relacionadas no Novo Mercado estão mais preocupadas com a transparência das informações, pois 55% delas obtiveram resultado inferior em 2007 comparado ao período de 2006.

Com relação aos efeitos da acumulação discricionária, com base na Tabela 9, já apresentada, verifica-se que vários efeitos adversos podem ser percebidos pelas formulações que são aqui consideradas.

Empresas consideradas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa demonstram Acumulações Negativas quando estão em situação de lucratividade, possivelmente antecipando prejuízos para melhorar o resultado de exercícios futuros, método que se enquadra no Income Smoothing.

Como todas as empresas do N1GC testadas estão em situação de lucratividade, verifica-se que empresas consideradas como N2GC, cujo resultado é negativo, demonstram Acumulações Positivas, cujo objetivo, possivelmente, seja reduzir perdas do exercício para compensá-las com resultados positivos no futuro.

Este efeito mantém-se para empresas consideradas no Novo Mercado, entretanto, em menor escala. Neste grupo, o percentual de empresas com resultado negativo que registraram Acumulações Positivas é bem menor do que o percentual destes eventos no N2GC.

Adicionalmente, algumas empresas listadas como Novo Mercado optaram por Acumulações Negativas, sacrificando ainda mais o resultado do período. Este fato demonstra que não há interesse em mostrar resultados positivos, talvez por algum objetivo de valor de mercado, listado aqui como oportunidade de pesquisa futura.

Com relação às empresas com resultado positivo listadas como Novo Mercado, não se percebe uma direção de preferência entre as Acumulações Positivas ou Negativas, ou até pela falta destas, em virtudes dos pequenos desvios encontrados nos testes.

O trabalho conclui que existe a possibilidade de que os efeitos da Acumulação Discricionária tenham feito parte da elaboração destas demonstrações financeiras, possivelmente para utilização nos dados que formaram a relação de documentos necessários para a listagem das empresas na bolsa de valores.

Adicionalmente, existe a propensão das empresas para utilizarem-se da Acumulação Positiva em casos de prejuízo e, quando o resultado é de lucratividade, utilizarem-se da Acumulação Discricionária Negativa, com o possível objetivo de manutenção dos resultados em exercícios futuros.

E, por último, a conclusão do trabalho considera como positivos os efeitos da Governança Corporativa ao liderar um movimento para a transparência das informações e da preparação destas pelas empresas. Este fato é comprovado pela redução dos efeitos naquelas empresas consideradas como Novo Mercado.

5.2. Limitações deste estudo

Este trabalho tem como principal limitação a utilização de metodologia para um período curto. Com uma base de dados mais extensa, seria possível trabalhar com as tendências do gerenciamento de resultados no modelo estatístico, o que poderia reduzir os impactos das variações durante o tempo.

O resultado do trabalho deve ser entendido como um indicativo de que o gerenciamento de resultados pode acontecer, em virtude do trabalho ter sido desenvolvido com base em uma população estatística.

5.3. Oportunidade de pesquisas futuras

Este trabalho utilizou diversas fontes de informação e considerou várias pesquisas anteriores como base, de modo a elaborar um conceito em que o autor pudesse chegar a uma conclusão baseada em estudos já divulgados e em técnicas estatísticas adequadas.

Entre as várias oportunidades de pesquisas que podem ser percebidas na leitura do material, consideram-se mais relevantes para a ciência contábil:

- efetuar trabalho semelhante considerando um panel data de no mínimo 10 informações para cada empresa;

- selecionar um caso (mercado ou empresa) específico e adentrar aos métodos de conclusão das demonstrações financeiras, parecer de auditoria e comentários da administração com o objetivo de confirmar ou não os efeitos da Acumulação Discricionária;
- considerar para uma base semelhante às outras formulações existentes, como o método de Jones (1991) e Jones (1995), visando à conclusão baseada nos diferentes métodos;
- estudar os aspectos de mercado relacionados à divulgação das demonstrações financeiras e os efeitos de eventuais lucros ou prejuízos.

BIBLIOGRAFIA

BEAVER, W.H., ENGEL, E.E., Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. *Journal of Accounting and Economics*. Rochester, 22 (1-3), pp. 177-206, 1996.

BEAVER, W.H., MCNICHOLS. M.F., The characteristic and valuation of loss reserves of property casually insures. *Review of Accounting Studies*. Stanford, 2 (1-2), pp. 73-95, 1998.

Bovespa. Porque seus sonhos precisam de ação. 2008. Disponível em: http://www.bovespa.com.br/pdf/fs_publicacao.pdf. Acesso em 2 de agosto de 2009.

BRIGHAM, Eugene F., HOUSTON, Joel F. Fundamentos da moderna administração financeira. Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro. Campus, 1999.

BURGSTALER, D., DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decrease and losses. *Journal of Accounting Review*. Rochester, 24 (1), pp. 99-126, 1997.

CARDOSO, Ricardo L., AQUINO, André C. B., ALMEIDA, José E. F., NEVES, Antonio J. B. Acumulações Discricionárias, Liquidez e Governança Corporativa Divulgada no Brasil. ENANPAD 2006, Salvador, 2006.

CASOTTI, Felipe P., MOTTA, Luiz F. J., Oferta pública inicial no Brasil (2004-2006): Uma abordagem da avaliação através de múltiplos e do custo de capital próprio. *Revista Brasileira de Finanças* Vol. 6, Nº. 2, pp. 157–204, 2008.

COOPER, Donald R. SCHINDLER, Pamela S. Métodos de pesquisa em Administração. 7ª ed. Porto Alegre. Bookman, 2003.

DEANGELO, Linda E. Accounting numbers ace market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*. Sarasota, 61, pp. 400-420, 1996.

DECHOW, P. M., SLOAN, R.G, SWEENEY, A.P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*. Sarasota 70 (2), pp. 193-225, 1995.

DEGEROGE F., PATEL, J. ZECKHAISER, R. Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, Chicago, 72 (1) pp. 1-33, 1999.

DUBEUX, Rodrigo R. O novo Mercado da Bovespa e a governança corporativa. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2001.

FUJI, A. H., CARVALHO, Luiz N. G. Earnings management no contexto bancário. Universidade de São Paulo, 2005.

HAWLEY, James P., WILLIAMS, Andrew T. Corporate Governance in United States: the rise of fiduciary capitalism a review of the literature. Parte II. Paris, 1996.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes of accounting decisions (Symposium on Management Compensation and the Managerial laboratory Market). Journal of Accounting & Economics. Rochester, 7 pp. 85-107, April 1985.

HEALY, Paul M. WHALEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Accounting Horizons. Sarasota, 13 pp. 365-383, 1999.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. Teoria da Contabilidade. São Paulo 5ª. ed. Atlas, 1999

HOULTHAUSEN, Robert. LEFTWITCH, Richard. The economic consequences of accounting choices. Journal of Accounting and Economics. Rochester, 5, pp. 77-117, 1983.

HOLTHAUSEN, Robert. LARCKER, David F. SLOAN, Richard G. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. Journal of Accounting and Economics. Rochester. 19, pp. 29-74, February 1995.

IBRAHIM, S. S. An alternative measure to detect intentional earnings management through discretionary accruals. Dissertation submitted to University of Maryland. Philosophy Dept., 2005.

IBGC. Uma década de governança corporativa – história do IBGC, marcos e lições da experiência. Saint Paul Editora: Saraiva, São Paulo, 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. Introdução à teoria da contabilidade para o nível de graduação. 3ª. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. LOPES, A. B. Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo, Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Teoria da Contabilidade. – 9ª. ed. - São Paulo Ed. Atlas, 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Análise de Balanços. – 10ª. ed. - São Paulo Ed. Atlas, 2010.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigation, Journal of Accounting Research. Chicago, Vol. 29, No. 2, P. 193-228, 1991.

KANG, S., SIVARAMAKRISHNAM, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. Journal of Accounting Research 33 (2), 353 – 367, 1995.

LAPPONI, Juan Carlos. Estatística usando excel. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LEÃO, Luciano C. G. Resultados contábeis e preços de ações: a hipótese do mercado eficiente em uma abordagem positiva. Revista economia e gestão, Belo Horizonte, v. 1, nº 1, pp. 89-120, 2001.

LIMA, Iran S., YAMAMOTO, Marina M., BATISTELLA, Flávio D., IKEDA, R. H. Uma análise dos primeiros passos do novo mercado. In: 2º Seminário USP de Contabilidade, São Paulo, 2002.

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

MARCONI, Marina de A., LAKATOS, Eva M. Metodologia do Trabalho Científico. Ed. Atlas, 6ª Edição, 2001.

MARTINEZ, Antonio L. A teoria do Agenciamento e a Pesquisa Contábil. In: ENANPAD. Foz do Iguaçu, 1998.

MARTINEZ, Antonio L. A Indução e a Pesquisa Contábil. In: ENANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.

MARTINEZ, Antonio Lopo; ALMEIDA, Lauro Brito de. Método dedutivo e indutivo e sua aplicação na pesquisa contábil. In: Revista da Fundação Visconde de Cairu, Salvador, Ano II, pp. 21-42, jan./mar. 1999.

MARTINEZ, Antonio L. O gerenciamento dos resultados contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras. Tese de doutoramento FEA-USP/SP, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, Antonio L. Detectando Earning management no Brasil: Estimando as acumulações Discricionárias, 2004.

MARTINEZ, Antonio, RAMOS, Gisele M. Governança Corporativa. Revista Contemporânea em Contabilidade, v.1, n. 6, pp. 143-164, 2006.

MARTINS, Gilberto A. – Estatística Geral e Aplicada – Editora Atlas – 2ª Edição, São Paulo, 2002.

MARTINS, Gilberto A. – Manual para elaboração de monografias e dissertações – Editora Atlas – 3ª Edição, São Paulo, 2002a.

MARTINS, Eliseu, PAULO, Edilson, CORRAR, Luiz J. Detecção do gerenciamento dos resultados pela análise do diferimento tributário. Revista de Administração e Economia , vol. 47 n. 1, 2007.

MCNICHOLS, M. WILSON, G.P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. Journal of Accounting Research. Chicago, n. 26 (Supplement), p. 1-31, 1988.

NOSSA, Valcemiro, KASSAI, José Roberto, KASSAI, Silvia. A teoria do agenciamento e a contabilidade. Encontro anual da associação nacional de pós-graduação em Administração. ENANPAD. Florianópolis, 2000.

OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico). Princípios Fundamentais sobre Governança Corporativa, Paris, 2004.

OKIMURA, Rodrigo T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. São Paulo. Dissertação de Mestrado em Administração, FEA-USP/SP, São Paulo, 2003.

PEREIRA, Alexandre. Guia prático de utilização do SPSS: análise de dados para ciências sociais e psicologia. 5ª. Ed. Revista e aumentada. Lisboa: Silabo, 2004.

PETRONI, K. Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry. Journal of Accounting and Economics. Rochester, 15 (4), pp. 485-508, 1992.

RITTER, J. R. Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs. *The Review of Financial Studies Special*. Vol. 15. pp. 413 – 443, 2002, Disponível em: <http://www.nd.edu/~tloughra/moneyonthetable.pdf>. Acesso em 2 de Agosto de 2009.

RITTER, J. R. Money left on the table in IPOs. Working Paper, dezembro, 2009. Disponível em: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ritterwp.htm>. Acesso em 3 de Março de 2010.

RODRIGUES, Adriano, PAULO, Edilson., CARVALHO, Luiz N. Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas. *Revista de Administração*. Nº 2, pp. 216-226, São Paulo, 2006.

ROSS, S. WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. *Administração financeira*. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 2007.

SANTANA. M. H. O novo Mercado e a Governança Corporativa. *Revista da CVM*. São Paulo, dez. 2001.

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

SEVERINO, Antonio J. – *Metodologia do Trabalho Científico – Cortez* – 21ª ed, São Paulo, 2001.

SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. LII, 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, M. C., CHACON, M. J. M., PEDERNEIRAS, M. M. M., LOPES, J. E. G. Procedimentos metodológicos para a elaboração de projetos de pesquisa relacionados a dissertações de Mestrado em Ciências Contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*. São Paulo, ano XV, nº 36, v. 4, pp. 97-104, set/dez, 2004.

SPOHR, Jonas. *Essays on earnings management*. *Ekonomi Och Samhälle*, Publication of the Swedish School of Economics and Business Administration, Helsingfors, Sweden, 2005.

SWEENEY, Amy P. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*. Rochester, Vol. 17, pp. 281-308, 1994.

TAVARES Filho, Francisco. Rentabilidade e valor das empresas no Brasil: Uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, Dissertação de Mestrado apresentada a FEA-USP/SP, São Paulo, 2006.

TEOH, S. H., WELCH, I., WONG, T.J. Earnings Management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. Chicago, 50 pp. 63-99, 1998.

THOMAS, J. ZHANG, X.J. Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches. *Journal of Accounting and Public Policy*. New York, 19 (4/5), 1999.

TRUEMAN, Brett. TILMAN, Sheridan. Explanation of accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*. Chicago, p. 127-139, Supplement, 1988.

VIEIRA, S. P. e MENDES, A. G. S. T. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.11, n.22, pp.103-122, 2004.

WATTS, Steed L. ZIMMERMAN, Jerold L. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall of Englewood Cliff, 1986.

ANEXO I

Relação de todas as empresas que foram listadas na Bovespa em 2007

			Parte 1
Seq.	Razão Social	Nome de Pregão	Segmento
1	AÇÚCAR GUARANI S.A.	GUARANI	NM
2	AGRA EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	AGRA INCORP	NM
3	AGRENCO LTD.	AGRENCO	DR3
4	AMIL PARTICIPAÇÕES S.A.	AMIL	NM
5	ATMOSFERA GEST. E HIGIEN. DE TEXTEIS S.A.	ATMOSFERA	SEM
6	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO	NM
7	BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL	N2
8	BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO SUL	N1
9	BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL	N1
10	BCO INDÚSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO	N1
11	BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL	N1
12	BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO	N1
13	BCO PATAGÔNIA S.A.	PATAGÔNIA	DR3
14	BCO PINE S.A.	PINE	N1
15	BCO. SANTANDER S.A.	SANTANDER BR	SEM
16	BCO SOFISA S.A.	SOFISA	N1
17	BEMATECH IND. E COM. EQUIP. ELETRONIC S.A.	BEMATECH	NM
18	BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.	BMF	NM
19	BOVESPA HOLDING S.A.	BOVESPA HLD	NM
20	BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	BR MALLS PAR	NM
21	BR PROPERTIES S.A.	BR PROPERT	SEM
22	BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	BR BROKERS	NM
23	BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	BRAZILIAN FR	SEM
24	BRC SECURITIZADORA S.A.	BRC SECURIT	SEM
25	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A.	CC DES IMOB	NM
26	CEMIG GERAÇÃO E TRANSMISSÃO S.A.	CEMIG GT	SEM
27	CENTENNIAL ASSET PARTICIP. LOGÍSTICA S.A.	CENT LOGIST	SEM
28	CIA BRAS DESENV IMOBILIÁRIO TURÍSTICO	INVEST TUR	NM
29	CIA. PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO	PROVIDENCIA	NM
30	CIA TELECOMUNICAÇÕES DO BRASIL CENTRAL	CTBC TELECOM	MB
31	CONCESSIONARIA ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A.	VIAOESTE	SEM
32	CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA	NM
33	COSAN LIMITED	COSAN LTD	DR3
34	CR2 EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	CR2	NM
35	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR. PART.	CYRE COM-CCP	NM
36	ENERGISA S.A.	ENERGISA	SEM
37	ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.	ESTACIO PART	N2
38	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN	NM
39	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	EZTEC	NM
40	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER	NM
41	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP	NM

(continua)

Parte 2

Seq.	Razão Social	Nome de Pregão	Segmento
42	HELBOR EMPREEND.IMENTOS S.A.	HELBOR	NM
43	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	IGUATEMI	NM
44	IMOWEL SECURITIZADORA S.A.	IMOWEL SEC	SEM
45	INPAR S.A.	INPAR S/A	NM
46	INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION	IFC	SEM
47	J. MACEDO S.A.	J.MACEDO	SEM
48	JBS S.A.	JBS	NM
49	JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	JHSF PART	NM
50	KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON	N2
51	LAEP INVESTMENTS LTD.	LAEP	DR3
52	LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN	NM
53	MARFRIG FRIGORÍFICOS E COM. DE ALIM. S.A.	MARFRIG	NM
54	MARISA S.A.	MARISA	NM
55	MATONE SECURITIZADORA S.A.	MATONE SEC	SEM
56	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO	NM
57	MINERVA S.A.	MINERVA	NM
58	MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA	NM
59	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	MRV	NM
60	MULTIPLAN - EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	MULTIPLAN	N2
61	NOVA AMERICA S.A. - AGROENERGIA	AGROENERGIA	SEM
62	NOVA SECURITIZAÇÃO S.A.	NOVA SECURIT	SEM
63	PARANÁ BCO S.A.	PARANA	N1
64	PDG REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	PDG REALT	NM
65	REDECARD S.A.	REDECARD	NM
66	RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	RODOBENSIMOB	NM
67	SANTHER FAB. DE PAPEL STA. THEREZINHA S.A.	SANTHER	SEM
68	SÃO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO	NM
69	SATPEL INDÚSTRIAL S.A.	SATPEL	NM
70	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A.	SEB	N2
71	SLC AGRÍCOLA S.A.	SLC AGRÍCOLA	NM
72	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	SPRINGS	NM
73	SUBESTAÇÃO ELETROMETRO S.A.	SUBESTAÇÃO	SEM
74	SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA	N2
75	TARPON INVESTMENT GROUP LTD.	TARPON	DR3
76	TECNISA S.A.	TECNISA	NM
77	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.	TEGMA	NM
78	TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A.	TEMPO PART	NM
79	TFA SECURITIZADORA S.A.	TFA SECURIT	SEM
80	TRISUL S.A.	TRISUL	NM
81	VISION SECURITIZADORA S.A.	VISION SEC	SEM
82	WILSON SONS LTD.	WILSON SONS	DR3

ANEXO II

Valores críticos de t para determinados níveis de probabilidade

g/VP	Nível de Significância					
	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01	0,001
1	3,078	6,314	12,706	31,821	63,657	636,619
2	1,886	2,920	4,303	6,965	9,925	31,598
3	1,638	2,353	3,182	4,541	5,541	12,924
4	1,533	2,132	2,776	3,747	4,604	8,610
5	1,476	2,015	2,571	3,365	4,032	6,869
6	1,440	1,943	2,447	3,143	3,707	5,959
7	1,415	1,895	2,365	2,965	3,499	5,408
8	1,397	1,860	2,306	2,896	3,355	5,041
9	1,383	1,833	2,262	2,821	3,250	4,781
10	1,372	1,812	2,228	2,764	3,169	4,587
11	1,363	1,796	2,201	2,718	3,106	4,437
12	1,356	1,782	2,179	2,681	3,055	4,318
13	1,350	1,771	2,160	2,650	3,012	4,221
14	1,345	1,761	2,145	2,624	2,977	4,140
15	1,341	1,753	2,131	2,602	2,947	4,073
16	1,337	1,746	2,120	2,583	2,921	4,015
17	1,333	1,740	2,110	2,567	2,898	3,965
18	1,330	1,734	2,101	2,552	2,878	3,922
19	1,328	1,729	2,093	2,539	2,861	3,883
20	1,325	1,725	2,086	2,528	2,845	3,850
21	1,323	1,721	2,080	2,518	2,831	3,819
22	1,321	1,717	2,074	2,508	2,819	3,792
23	1,319	1,714	2,069	2,500	2,807	3,767
24	1,318	1,711	2,064	2,492	2,797	3,745
25	1,316	1,708	2,060	2,485	2,787	3,726
26	1,315	1,706	2,056	2,479	2,779	3,707
27	1,314	1,703	2,052	2,473	2,771	3,690
28	1,313	1,701	2,048	2,467	2,763	3,674
29	1,311	1,699	2,045	2,462	2,756	3,659
30	1,310	1,697	2,042	2,457	2,750	3,646
40	1,303	1,684	2,021	2,423	2,704	3,551
60	1,296	1,671	2,000	2,390	2,660	3,460
120	1,289	1,658	1,980	2,358	2,617	3,373
i	1,282	1,645	1,960	2,326	2,576	3,291



O trabalho O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DURANTE A FASE DE ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS QUE FORAM LISTADAS NA BOVESPA EM 2007 de FRANCISCO CARVALHO COSTA NETO foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição - NãoComercial - SemDerivados 3.0 Não Adaptada](#). Com base no trabalho disponível em www.sapientia.pucsp.br.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)