

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**MECANISMOS DE CONTROLE DO *REPORTING* FINANCEIRO DAS  
COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL**

**Kelly Teixeira Rodrigues Farias**

**Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins**

**SÃO PAULO**

**2012**



**Prof. Dr. João Grandino Rodas**  
Reitor da Universidade de São Paulo

**Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro**  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

**Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Jr.**  
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

**Prof. Dr. Luis Eduardo Afonso**  
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

**KELLY TEIXEIRA RODRIGUES FARIAS**

**MECANISMOS DE CONTROLE DO *REPORTING* FINANCEIRO DAS  
COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins**

**Versão Corrigida**

**(versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)**

**SÃO PAULO**

**2012**

## **FICHA CATALOGRÁFICA**

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Farias, Kelly Teixeira Rodrigues

Mecanismos de controle do reporting financeiro das companhias abertas do Brasil / Kelly Teixeira Rodrigues Farias. – São Paulo, 2012. 192 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2012.  
Orientador: Gilberto de Andrade Martins.

1. Contabilidade financeira 2. Informações contábeis 3. Governança corporativa 4. Mercado de capitais I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 657.48

**À minha filha Maria Beatriz, pelos 14 dias que passou internada logo após nascer, por todo seu sofrimento, em parte decorrente de uma gravidez atribulada entre o término do mestrado e o início do doutorado.**

**Aos meus filhos Renato e Maria Eduarda, pelas privações de todas as espécies.**

**Aos meus pais, Luzia e José Maria, por todos os sacrifícios que passaram, para que fosse possível o desenvolvimento desse estudo.**

**Ao meu marido Manoel, pela força, dedicação a mim e por ter sonhado junto comigo e me permitido realizar esse projeto.**

**Primeiramente agradeço a Deus, sempre e em todo lugar, por ter me dado à vida e por Seu projeto para mim, também incorporar essa pesquisa e a Nossa Senhora de Nazaré, minha protetora, pela força, motivação, fé nos momentos mais difíceis e por guiar meus caminhos.**

**Nesses agradecimentos faço minhas as palavras de Issac Newton: “Se enxerguei mais longe é porque me apoiei em ombros de gigantes”. As pessoas aqui lembradas são verdadeiras “gigantes” em minha vida e contribuíram de forma significativa para o resultado desse projeto, planejado há mais de 10 anos e culmina com o término dessa pesquisa. Divido com todos os seus possíveis méritos.**

**Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins pelo ser humano que é, por sua generosidade, humor e simpatia, por ter me aceito como orientanda, por compartilhar comigo seu senso crítico e conhecimento epistemológico e por toda sua contribuição ao desenvolvimento da pesquisa científica em contabilidade.**

**Agradeço aos Professores Doutores da FEA/USP Ariovaldo dos Santos, Luiz Corrar, Bruno Salotti, L. Nelson Carvalho, Alexsandro Broedel Lopes, Gilberto de Andrade Martins, Denisard, Naércio, por compartilhar o seu conhecimento comigo durante o processo de doutoramento. Em especial, agradeço aos Profs. Drs. Ari, Bruno e Corrar pela compreensão com minha gravidez e em não dispensar a mim tratamento diferenciado por isso e ao Prof. Bruno que foi meu orientador no Programa de Aperfeiçoamento de Ensino (PAE), na disciplina de Contabilidade Internacional Avançada.**

**Agradeço aos meus orientadores acadêmicos Profs. Drs. Edgar e Luis Eduardo Afonso pelo apoio acadêmico e em nome destes o Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP pelo aceite no Doutorado.**

**Agradeço aos Professores Drs. André Aquino e Gerlando Lima, pelas contribuições à pesquisa no exame de qualificação.**

**Agradeço aos meus financiadores, que tornaram viável essa pesquisa: À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), aos meus pais Luzia Teixeira Rodrigues e José Maria Barros Rodrigues, ao meu irmão José Maria Teixeira Rodrigues, aos meus cunhados Moacir e Marina, aos colegas de doutorado e seus cônjuges, Odilanei e Paula, Josedilton e Cida, aos colegas de doutorado Nálbia e Josué, sem os recursos de vocês não haveria a possibilidade de ter feito esse curso de forma integral.**

Agradeço aos meus colegas de programa de pós-graduação de todos os anos de minha permanência, Manoel, Nálbia, Ivan, Moisés, Ilírio, Severino, Patrícia, Beatriz, Diana, Paulo César, Pedro, Mônaco, Fabiano, Dione, Izabel, Nelminha, José Elias, Guillermo, Gilmar, Patrícia Varela, Eric, Odilanei, Josedilton, Josué, Kelly, Cláudio, César, Luiz Paulo, Gabriel, Sheizi, Tatiana Albanez, Ricardo, Bruno, Ivan Canaan, Aládio, Ana Paula, Alex, Rodrigo, Simone, Júlio, Marilu, Rose, Robson, Humberto, pelo privilégio de ter dividido comigo momentos muito profícuos de discussões e debates, característicos do ambiente acadêmico. De modo especial, aos colegas Manoel e Nálbia por todos os momentos bons e difíceis que passamos desde o início e Gabriel que se juntou conosco nas noites de pizza e sessões de cinema, fundamentais para manter o equilíbrio e Severino, nos almoços nos “bandejões” e nos desafios econométricos.

Agradeço ao apoio e amizade dos funcionários da USP: Evandro, Regina, Maura, D. Maria, Cícero, Cristina, Rodolfo, Janaina, Cida, Viviane, Belinda, Nilson, Matias, Boy, Fofó, Kitola (EAC/ FIPECAFI), Lúcia, Ivone, Raquel e Ana Cristina (Biblioteca da FEA), Maria de Lourdes (Natação/ CEPEUSP) e Erika (Fitness/ CEPEUSP), Álvaro (HU), que contribuíram para o desenvolvimento da minha pesquisa e pelos momentos de cuidado com a saúde.

Agradeço aos colegas Bruno e Pedro pelo auxílio na coleta de dados e à Priscila Ricci pela revisão técnica e de português e pela tradução do resumo para o inglês.

Agradeço à minha família em Belém, por todo incentivo, confiança e por toda ausência: À minha mãe Luzia e ao meu pai José Maria, pelo amor incondicional, sempre! Aos meus irmãos José e Breno e Antônia (prima) e suas famílias, por terem apoiado nossos pais na minha ausência. À minha sogra Marta, por toda ausência e auxílio nos momentos de dificuldade. Aos meus tios, sobrinhos, cunhados, primos e as minhas tias (*in memoriam*), que faleceram durante o curso, Creuza e Ivete.

Agradeço à minha família em São Paulo, ao meu marido e companheiro de vida, de profissão, de sonhos e de realizações, assim como essa, Manoel. Aos meus filhos Renato, Maria Eduarda e Maria Beatriz, pela ausência, pelas privações, por imputar a vocês dificuldades em virtude desse projeto. E as suas babás Margareth, Priscila, Núbia, Tânia e Ana, sem vocês não teria tranquilidade.

A todos esses gigantes meus eternos agradecimentos!



**“Senhor, fazei-me instrumento de vossa paz.  
Onde houver ódio, que eu leve o amor;  
Onde houver ofensa, que eu leve o perdão;  
Onde houver discórdia, que eu leve a união;  
Onde houver dúvida, que eu leve a fé;  
Onde houver erro, que eu leve a verdade;  
Onde houver desespero, que eu leve a esperança;  
Onde houver tristeza, que eu leve a alegria;  
Onde houver trevas, que eu leve a luz.  
Ó Mestre, Fazei que eu procure mais  
Consolar, que ser consolado;  
compreender, que ser compreendido;  
amar, que ser amado.  
Pois, é dando que se recebe,  
é perdoando que se é perdoado,  
e é morrendo que se vive para a vida eterna.”**

*Oração de São Francisco de Assis.*

## RESUMO

O objetivo dessa pesquisa foi investigar o efeito complementar entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento no controle do *reporting* financeiro das companhias abertas do Brasil. Sustentando-se nas predições da Teoria de Agência e, especificamente, nas hipóteses de Fama e Jensen (1983a) conjecturou-se que os mecanismos de alinhamento e de monitoramento atuam de forma complementar na restrição do comportamento discricionário do administrador. Para testar essa proposição, formulou-se um sistema de hipóteses, que testou o efeito desses mecanismos de maneira isolada e conjunta em relação aos *accruals* discricionários, controlados pela complexidade organizacional. Os *accruals* discricionários foram estimados por meio do Modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995). Os mecanismos de alinhamento de incentivo testados foram: plano de incentivo dos diretores e administradores vinculado ao lucro, valor global da remuneração dos administradores e sua participação nos lucros. Os mecanismos de monitoramento observados foram: tamanho do conselho de administração, percentual de membros externos no conselho de administração, percentual de conselheiros internos, que compõem o conselho de administração, a presença do conselho fiscal, o caráter permanente do conselho fiscal, auditoria externa realizada por grandes empresas de auditoria, a mudança de empresa de auditoria externa e parecer de auditoria. Como medidas de complexidade organizacional foram utilizadas as variáveis: tamanho da empresa, ciclo de vida, estrutura de capital, dívidas de longo prazo, rentabilidade e setor. Os testes foram realizados em uma amostra de 198 companhias abertas, ativas e em fase operacional no período de 1998 a 2010. Os resultados indicam que participação nos lucros de diretores e administradores foi o único mecanismo de incentivo significativo, para explicar as variações nos *accruals*, assim como o mecanismo de monitoramento percentual de membros externos no conselho de administração, porém ambos relacionando-se negativamente com os *accruals*, o que evidencia a relação complementar entre tais mecanismos. Esses mecanismos se mantiveram significativos tanto nos modelos isolados, quanto no modelo que os estimou em conjunto e nos testes adicionais. As variáveis relacionadas à complexidade organizacional, que reforçam a relação entre os mecanismos e *accruals* foram: tamanho da empresa, ciclo de vida e rentabilidade. Testes adicionais mostraram que tanto a promulgação da *SOX* em 2002, quanto a implantação do padrão *IFRS* na Europa e no Brasil, apresentaram efeito negativo significativo em relação aos *accruals* discricionários. Os resultados evidenciam que o mecanismo de incentivo atua em conjunto com o mecanismo de monitoramento, para explicar os *accruals* discricionários das companhias abertas do Brasil, corroborando com a tese da complementariedade entre tais mecanismos no controle do comportamento discricionário do administrador no *reporting* financeiro. Pesquisas futuras poderão investigar se esses resultados se mantêm em uma amostra de empresas, que foram listadas recentemente, testar outras métricas de mecanismos, tais como: a participação acionária dos diretores e administradores, a participação dos investidores institucionais, a presença de comitê de auditoria, bem como utilizar outras *proxies* para medir aquelas estimadas nessa pesquisa.

## ABSTRACT

*The objective of this research was to investigate the complementary effect between the incentive alignment mechanisms and the monitoring control of financial reporting of Brazilian public companies. Based on the Agency Theory, specifically on Fama and Jensen's (1983a) hypothesis, conjectured that the alignment mechanisms and monitoring act in a complementary way on the restriction of the discretionary management behavior. To test this proposition, formulated a system of hypothesis which tested the effect of these mechanisms in both isolated and united in relation to the discretionary accruals, controlled by organizational complexity. The discretionary accruals were estimated using Kang and Sivaramakrishnam's model (1995). The tested incentive alignment mechanisms were: manager incentive plan linked to profit, global manager payment value and profit participation. The monitoring mechanisms observed were: board size, percentage of external members on board, internal directors' percentage, which compound the board, the presence of fiscal council, external auditing made by big auditing companies. As organizational complexity measures there were used the following variables: company size, life cycle, capital structure, long term debts, profitability and industry. The tests were done using 198 active and in operational phase public companies, from the period 1998 to 2010. The results indicate that the profit participation to the directors and managers was the only significant incentive mechanisms to explain the variations on accruals, as the mechanisms of percentage monitoring of external members on the board., but both were negatively related to accruals, which highlights the complementary relationship between these mechanisms. These mechanisms have been being significant in both isolated and united ways and additional testing. The variables related to organizational complexity which reinforce the relation between mechanisms and accruals were: company size, life cycle and profitability. Additional tests showed that both the promulgation of SOX in 2002 presented significant effect as well as the implementation of IFRS pattern in Europe. and Brazil. The results allow the conclusion that the incentive mechanism act in union with the monitoring mechanism, to explain of discretionary accruals of Brazilian public companies, supporting the thesis of complementarity between these mechanisms on the control of discretionary manager behavior on the financial reporting. Future researches can investigate if these results are kept on a sample of companies which had been recently listed as public companies, test other measures and mechanisms such as: the share participation of managers, institutional investors participation, the presence of auditing committee, as well as the use of other proxies to measure the ones estimated on this research.*

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	7
1.1	Contextualização do Estudo .....	7
1.2	Problema, Hipótese e Tese da Pesquisa .....	16
1.3	Objetivos Geral e Específicos .....	18
1.4	Justificativa e Contribuição do Estudo .....	19
1.5	Estrutura do Trabalho .....	22
2	PLATAFORMA TEÓRICA .....	23
2.1	Premissas e Conceitos Fundamentais da NEI .....	23
2.1.1	Individualismo Metodológico .....	24
2.1.2	Comportamento de Maximização dos Indivíduos e Racionalidade Individual....	24
2.1.3	Comportamento Oportunista .....	26
2.1.4	Sociedade Econômica .....	27
2.1.5	Estruturas de Governança .....	27
2.1.6	Instituições e Organizações .....	27
2.1.7	Natureza Contratual das Empresas .....	27
2.2	Teoria Econômica dos Contratos .....	30
2.3	Teoria da Agência .....	32
2.4	Característica e Controle do <i>Reporting</i> Financeiro .....	37
2.4.1	Escolha Contábil .....	37
2.4.2	Política Contábil .....	41
2.4.3	Papel Contratual do <i>Reporting</i> Financeiro .....	42
2.4.4	Papel Contratual do <i>Reporting</i> Financeiro entre Administradores, Conselheiros e Acionistas .....	49
2.5	Evidências de Pesquisas Anteriores .....	53
2.5.1	Mecanismos de Alinhamento de Incentivo .....	54
2.5.2	Mecanismos de Monitoramento .....	78
2.5.3	Complexidade Organizacional .....	85
3	MÉTODO DA PESQUISA .....	89
3.1	Sistema de Hipóteses, Descrição das Variáveis e Especificação dos Modelos .....	89
3.1.1	Sistema de Hipóteses .....	89
3.1.2	Mensuração das Variáveis e Relações Esperadas .....	91
3.1.3	Especificação dos Modelos .....	102
3.1.4	Definição da Base de Dados e Locais de Coleta .....	105
3.2	Contexto e Período da Pesquisa .....	109
3.2.1	Mercado de Capitais do Brasil .....	109
3.3	População e Seleção da Amostra .....	112
3.3.1	Seleção da Amostra .....	114
3.3.2	Descrição da Amostra Final .....	117
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISES DOS RESULTADOS .....	127
4.1	Resultados dos Testes das Hipóteses .....	127
4.1.1	Hipótese do Incentivo .....	127
4.1.2	Hipótese do Monitoramento .....	129
4.1.3	Modelo Conjunto – Mecanismos de Incentivo e Mecanismos de Monitoramento .....	131
4.2	Testes de Robustez e Análise de Sensibilidade .....	133
4.2.1	Estimação por Painel de Efeito Aleatório .....	133
4.2.2	Estimação da Influência da promulgação da <i>SOX</i> .....	139
4.2.3	Estimação da Influência da Implantação do IFRS na Europa .....	147

4.2.4	Estimação da Influência da Implantação do IFRS no Brasil.....	153
5	CONCLUSÕES .....	161
5.1	Evidências da Tese.....	161
5.2	Limitações da Pesquisa .....	164
5.3	Sugestões para Pesquisas Futuras .....	165

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA: Associação Brasileira das Companhias Abertas  
ANATEL: Agência Nacional de Telecomunicações  
ANEEL: Agência Nacional de Energia Elétrica  
APIMEC: Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais  
BACEN: Banco Central do Brasil  
BM&F BOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros  
CEOs: *Chiefs Executive Officer*  
CFC: Conselho Federal de Contabilidade  
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis  
CRSP: *Center for Research in Security Prices*  
CVM: Comissão de Valores Mobiliários  
EUA: Estados Unidos da América  
FASB: *Financial Accounting Standards Board*  
FIFO: *First In First Out*  
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras  
GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles*  
GMM: *Generalized Method of Moments*  
GR: Gerenciamento de Resultados  
HME: Hipótese do Mercado Eficiente  
IASB: *International Accounting Standards Board*  
IBRACON: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil  
IFAC: *International Federation of Accountants*  
IFRS: *International Financial Reporting Standards*  
ITC: *International Trade Commission*  
LIFO: *Last In First Out*  
LSE: *London School of Economics*  
MMQ: Método dos Mínimos Quadrados  
NASDAQ: *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*  
NYSE: *New York Stock Exchange*  
PEPS: Primeiro a Entrar e Primeiro a Sair  
RIR: Regulamento do Imposto de Renda  
SEC: *Securities and Exchange Commission*  
SOX: *Lei Sarbanes-Oxley*  
SRFB: Secretaria da Receita Federal do Brasil  
SUSEP: Superintendência de Seguros Privados  
UEPS: Último a Entrar Primeiro a Sai

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Contribuições e Direitos dos Vários Agentes .....	29
Quadro 2 - Classificação e Exemplos de Escolhas Contábeis de Francis (2001) .....	39
Quadro 3 Classificação das Escolhas Contábeis .....	40
Quadro 4 16 Estratégias de Lucro de Zmijewski e Hagerman (1981) .....	59
Quadro 5 <i>Ranking</i> do Conjunto de 5 Estratégias de Lucro de Zmijewski e Hagerman (1981) .....	60
Quadro 6 Estudos Empíricos da Proposição do Comportamento Oportunista do Plano de Incentivo do Portfólio de Escolhas Contábeis .....	62
Quadro 7 Estudos Empíricos da Proposição do Comportamento Oportunista do Plano de Incentivo das Escolhas Contábeis de Reconhecimento (Parte I) .....	70
Quadro 8 Estudos Empíricos da Proposição do Comportamento Oportunista do Plano de Incentivo das Escolhas Contábeis de Reconhecimento (Parte II) .....	71
Quadro 9 Estudos da Hipótese dos Mecanismos de Incentivo .....	75
Quadro 10 Resumo dos estudos da Hipótese da Influência da Complexidade Organizacional .....	87
Quadro 11 Parametrização das Variáveis do Modelo KS .....	96
Quadro 12 Variáveis Explicativas e <i>Proxies</i> dos Mecanismos de Alinhamento de Incentivo .....	98
Quadro 13 Variáveis Explicativas e <i>Proxies</i> dos Mecanismos de Monitoramento .....	100
Quadro 14 Variáveis de Controle – Complexidade Organizacional .....	101
Quadro 15 Local de Coleta de Dados das Variáveis Explicativas e de Controle no DIVEXT (Parte I) .....	106
Quadro 16 Local de Coleta de Dados das Variáveis Explicativas e de Controle no DIVEXT (Parte II) .....	107
Quadro 17 Local de Coleta de Dados das Variáveis Explicativas e de Controle no DIVEXT (Parte III) .....	107
Quadro 18 Local de Coleta de Dados das Variáveis de Controle na Economática® .....	109

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Subperíodos do Teste da Pesquisa .....	112
Tabela 2 - Companhias Abertas Brasileiras por Ano .....	113
Tabela 3 - Representação percentual da Amostra Inicial em relação à População .....	116
Tabela 4 - Composição da amostra da pesquisa.....	117
Tabela 5 - Amostra Final por Setor .....	117
Tabela 6 Estatística descritiva das variáveis para o cálculo dos Accruals de Balanço e Accruals Discricionários (Modelo KS) .....	118
Tabela 7 Estatística Descritiva das variáveis dos Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento e a Complexidade Organizacional.....	120
Tabela 8 Correlação de Pearson (Valor P) entre <i>Accruals</i> Discricionários e os Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento .....	122
Tabela 9 Correlação de Pearson (Valor P) entre as Variáveis da Complexidade Organizacional .....	124
Tabela 10 Correlação de Pearson (Valor P) entre as Variáveis dos Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento e de Complexidade Organizacional .....	125
Tabela 11 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações .....	128
Tabela 12 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações.....	130
Tabela 13 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações .....	132
Tabela 14 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações .....	134
Tabela 15 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações.....	136
Tabela 16 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações .....	138
Tabela 17 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações - SOX .....	141
Tabela 18 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações - SOX .....	143



Tabela 19	Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações - SOX.	146
Tabela 20	Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações – IFRS Europa .....	148
Tabela 21	Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Europa.....	150
Tabela 22	Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Europa .....	152
Tabela 23	Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações – IFRS Brasil .....	154
Tabela 24	Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Brasil.....	156
Tabela 25	Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Brasil .....	158

**LISTA DAS DEMAIS ILUSTRAÇÕES**

Figura 1 Empresa como um elo de contratos entre os agentes.....	29
Figura 2 Relação entre o Conjunto Aceito dos Métodos Contábeis e a Escolha de Métodos Contábeis dentro de um Conjunto Aceito.....	46

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização do Estudo

A riqueza de uma empresa (ou conjunto destas) se constrói a partir dos eventos econômicos, que a afetam direta e/ou indiretamente. Tais eventos econômicos são tratados pelo processo contábil, que engloba as escolhas dos métodos contábeis de reconhecimento, mensuração e divulgação. Por esse processo, o administrador realiza a alocação de um valor aproximado da riqueza gerada e acumulada pela empresa e a parcela cabível desta aos agentes econômicos relacionados. De uma forma geral, esse processo gerado e evidenciado pela contabilidade se constitui no *reporting* financeiro da empresa.

Neste estudo, o *reporting* financeiro se refere à política contábil adotada pela empresa, englobando as escolhas de diferentes métodos de reconhecimento e mensuração, que estão dentro dos conjuntos aceitos nas relações contratuais, que as empresas objeto desse estudo estão submetidas.

Uma das principais questões relacionadas ao *reporting* financeiro é se existe demanda pelas informações ou regulações contábeis. Essa questão impulsionou duas linhas principais da pesquisa em contabilidade: a linha do impacto do *reporting* financeiro no mercado de capitais (BEAVER, 1998; KOTHARY, 2001) e a da sua influencia do desenho e monitoramento dos contratos (WATTS; ZIMMERMAN, 1979, 1986, 1990; HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; FIELDS; LYS; VICENT, 2001). Tais linhas fundamentaram-se em duas teorias econômicas distintas da firma, que tentam explicar o papel do *reporting* financeiro: a primeira relacionada à teoria neoclássica e a segunda às teorias contratuais.

Os modelos da teoria neoclássica da firma aceitam determinadas suposições não realistas, tais como: a ausência de custos de transação, a formulação de contratos completos, o poder de coerção concentrado no Estado e a característica neutra das instituições (FURUBOTN, RICHTER, 1998), bem como que os mercados são completos e perfeitos (FAMA, 1970, 1991). Essas suposições tornam a explicação dos modelos microeconômicos limitados, pois

se mostram efetivos, para os fins de alocação de recursos, dada a evolução dos modelos de funções de produção e estimativas do valor da empresa, o que não ocorre no entendimento de outros fenômenos, tais como o controle do comportamento discricionário do administrador, a violação de *covenants* e a regulação no mercado de capitais.

Por suposição, em um mundo sem custos de transação, os tomadores de decisão são capazes de adquirir e processar toda e qualquer informação de maneira rápida e sem custo. Da mesma forma, os contratos são elaborados de forma a prever todas as contingências e as maneiras de contê-las, o que os tornam contratos perfeitos, sem a necessidade de monitoramento e cuja execução ocorre com absoluta precisão (FURUBOTN, RICHTER, 1998).

Nesse contexto idealizado, o *reporting* financeiro não possui nenhum papel para a tomada de decisão. Em um mundo sem custos de transação e monitoramento, administradores, credores, investidores, empregados, fornecedores, reguladores, políticos, auditores e clientes poderiam obter e processar números do desempenho dos negócios para suas decisões sem custo, o que tornaria a escolha de métodos contábeis e a regulação contábil sem efeito sobre o tomador de decisão e conseqüentemente das decisões, que afetam a sua riqueza. Nesse sentido, mudanças nos procedimentos contábeis também não afetariam as decisões dos tomadores, na medida em que os mesmos poderiam mudar seus modelos sem custo a qualquer momento em que ocorressem (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; WATTS; ZIMMERMAN, 1990).<sup>1</sup> Da mesma maneira, em um mundo de contratos perfeitos, não há papel também para o *reporting* financeiro na elaboração e execução desses contratos. Nesse mundo, mudanças nas medidas contábeis utilizadas como parte dos contratos de empréstimos e/ou de compensação gerencial, por exemplo, poderiam ser incluídas sem custo pelas partes contratuais a qualquer momento em uma renegociação dos termos contratuais.

Entretanto, a suposição neoclássica da economia se mantém em alguns contextos, mas não se aplica naqueles em que se evidenciam custos de transação e imperfeições de mercado. A Nova Economia Institucional (NEI) reconhece a existência de custos de transação,

---

<sup>1</sup> Holthausen e Leftwich (1983) informam que a proposição de nenhum efeito das informações contábeis também são similares às adotadas nos modelos de estrutura de capital de Modigliani e Miller e de dividendos. Watts e Zimmerman (1990) destacam que essa suposição também é assumida no modelo de precificação de ativos. Kothari (2001) argumenta também que no contexto de mercados perfeitos e completos supõe-se que não existe papel relevante para mudanças contábeis, que não tem efeito direto no fluxo de caixa. Essa visão fundamenta-se na suposição neoclássica da economia, que assume o mercado como eficiente e único meio para organizar as transações econômicas entre os agentes, na medida em que o preço dos ativos reflete completamente todas as informações disponíveis (FAMA, 1965, 1970, 1991).

decorrentes de imperfeições relacionadas à assimetria de informações e racionalidade limitada (COASE, 1937; WILLIANSO, 1985). A minimização desses custos e das imperfeições demandam outras formas de organização (FAMA; JENSEN, 1983a), tais como contratos e as estruturas de governança. Nesse cenário, mais próximo ao mundo real, presume-se que há demanda por números contábeis e pela regulação contábil.

Questões relacionadas aos custos de transação, direitos de propriedade, assimetria de informação e oportunismo pós-contratual são analisados pela NEI. Essa análise é objeto de subcampos como: Economia dos Custos de Transação (*Transaction-cost economics*), Análise dos Direitos de Propriedade (*Property-rights analysis*), Teoria Econômica dos Contratos (*Economic theory of contracts*), incluindo a Teoria da Agência (*Agency theory*) e a Teoria dos contratos relacionais (*Relational contract theory*)<sup>2</sup> (FURUBOTN; RICHTER, 1998).

A Teoria Econômica dos Contratos relaciona-se às questões de incentivo e de assimetria de informações, subdividindo-se em duas outras teorias: a Teoria de Agência, que trata da assimetria de informações entre as partes contratuais e a Teoria dos Contratos Incompletos e Relacionais, referente à assimetria de informações entre as partes contratuais de um lado e terceiros de outro (FURUBOTN; RICHTER, 1998).

A teoria de agência, por sua vez, estuda o comportamento de duas partes contratuais, chamados de principal e agente. A fundamental característica dessa relação é que o principal delega poderes ao agente, para que este aja em seu interesse. O problema surge quando em um ambiente de assimetria de informações as ações do agente não são observadas diretamente pelo principal, assim como no momento em que o agente possui informações que o principal não detém. Esse contexto propicia o aparecimento do comportamento oportunista, o que gera custos de elaboração/ execução e monitoramento dos contratos, denominados de custos de agência, para inibir esse risco moral (JENSEN; MECKLING, 1976; ALCHIAN, 1950; FURUBOTN; RICHTER, 1998).

Uma aplicação da teoria de agência pode ser observada na relação entre acionista e administrador, agente e principal, respectivamente, decorrente da separação entre controle e

---

<sup>2</sup> A NEI também incorpora os subcampos relativos à Nova Abordagem Institucional à História Econômica (*The new institutional approach to economic history*), à Nova Abordagem Institucional à Economia Política (*The new institutional approach to political economics*) e à Economia Constitucional (*Constitutional economics*) (FURUBOTN; RICHTER, 1998).

propriedade. (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA (1980); FAMA, JENSEN, 1983a). Fama e Jensen (1983a) sustentam duas hipóteses complementares para o controle dos problemas de agência surgidos em decorrência dessa separação na relação entre a assunção de risco e o processo de decisão organizacional, que são: 1) Separação da assunção do risco residual da gestão da decisão conduzem aos sistemas de decisão, que separam a gestão do controle da decisão; 2) Combinação da gestão da decisão e do controle da decisão em poucos agentes leva a direitos residuais, que são amplamente restritos a esses agentes.

Segundo Furubotn e Richter (1998), os custos de transação nessa relação variam entre as empresas e dependem das atitudes do administrador (agente), da facilidade para que aja de acordo com suas preferências em detrimento da maximização da riqueza do acionista (principal), sua aversão ao risco e os custos dos mecanismos de alinhamento de incentivos entre o administrador e o acionista.

A investigação das implicações contratuais do *reporting* financeiro nessa relação<sup>3</sup> é conhecida, no âmbito das pesquisas em contabilidade, como abordagem da informação no contexto de múltiplos usuários<sup>4</sup>, que surgiu em contraposição à abordagem da mensuração do lucro econômico<sup>5</sup> (BEAVER, 1998). No contexto de múltiplos usuários, pesquisas observam as consequências econômicas do *reporting* financeiro e seus efeitos na relação entre acionistas e investidores, no que tange ao problema do risco moral, no âmbito da teoria de agência.

Assume-se, nesse contexto, que o *reporting* financeiro pode interferir sobremaneira na alocação e mensuração do valor da riqueza, gerando números contábeis considerados relevantes e parte integrante da estruturação e monitoramento de contratos formais e

---

<sup>3</sup> A abordagem da informação de múltiplos usuários também investiga problemas de assimetria nas relações entre os investidores (BEAVER, 1998).

<sup>4</sup> A abordagem da informação busca explicar o impacto do *reporting* financeiro da Contabilidade na avaliação dos seus usuários tanto no âmbito individual quanto no contexto de múltiplos usuários (HOLTHAUSEN, 1990; BEAVER, 1998).

<sup>5</sup> As pesquisas anteriores à década de 60 assumiam a perspectiva de mensuração do lucro econômico, apoiada em questões normativas relativas à qual método de escolha contábil é o “melhor” na estimação do lucro ou à quais propriedades “ideais” que o lucro líquido deveria ter (BEAVER, 1998). Essa visão foi suplantada pela abordagem da informação do *reporting* financeiro. Segundo Beaver (1998), duas razões no mínimo contribuíram para a substituição da abordagem: 1) o fato do conceito de lucro econômico não ser bem estabelecido em mercados imperfeitos e incompletos e 2) o interesse de agentes econômicos, tais como, acionistas, credores, analistas, reguladores, nas escolhas de métodos contábeis utilizado no *reporting* financeiro, que segundo o autor não era incorporado no contexto de mensuração de lucro.

informais entre acionistas e administradores, pois afetam a riqueza dessas partes contratuais<sup>6</sup> e/ou a riqueza da empresa (valor total gerado e acumulado para ser repartido entre os agentes) (WATTS, 1974; HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; WATTS; ZIMMERMAN, 1986; BALL, 1989; CHRISTIE, 1990; CHRISTIE; ZIMMERMAN 1994; CHEN; CHEN; SU; WANG, 2004). Números contábeis e a divulgação contábil são entendidos como formas organizacionais, que atuam de maneira eficiente para minimizar os efeitos do risco moral enquanto uma imperfeição de mercado. (FIELDS, LYS, VINCENT, 2001).

A suposição de que o *reporting* financeiro é parte integrante de contratos, bem como que os custos de geração da informação contábil e do uso desta no monitoramento dos contratos, afetam a riqueza dos usuários permitiu a enunciação de hipóteses, que buscavam explicar o comportamento discricionário do administrador na escolha de métodos/práticas contábeis.

A partir do final da década de 1970, autores como Watts (1974), Watts e Zimmerman (1978, 1979, 1986, 1990), Hagerman e Zmijewsky (1979), Zmijewsky e Hagerman (1981), Holthausen e Leftwich (1983), dedicaram-se à investigação sobre o que leva os administradores a escolher ou adotar um comportamento lobista em favor ou contra um determinado método contábil ou um conjunto destes em detrimento de outros, bem como quais as implicações destas escolhas ou *lobby* na geração e transferência da riqueza.

A abordagem contratual na literatura contábil propõe que o comportamento discricionário do administrador na adoção da política de *reporting* financeiro pode ser explicado por meio de duas proposições econômicas não mutuamente excludentes (HOLTHAUSEN, 1990; CHRISTIE; ZIMMERMAN, 1994). A proposição da eficiência, no âmbito da geração da riqueza, que apreende as decisões sobre escolhas de métodos contábeis como uma maneira de maximizar o valor da entidade, entendendo que o *reporting* financeiro reduz os custos de agência. A proposição do comportamento oportunista, sob o enfoque da transferência da riqueza, que entende, que tal decisão pode ser o resultado de atitudes oportunista de administradores, no intuito de expropriar a riqueza do acionista e maximizar a sua própria riqueza. (HOLTHAUSEN, 1990; CHRISTIE; ZIMMERMAN, 1994).

---

<sup>6</sup> Partes contratuais, segundo Watts e Zimmerman (1990) é o termo expressa o conjunto dos agentes econômicos que se relacionam com a empresa, tanto internos: empregados e administradores, quanto externos: fornecedores, detentores de direitos (credores, por exemplo) e os clientes.

A maioria das pesquisas no decorrer das décadas de 1970 a 1990 investigou as escolhas contábeis assumindo a proposição oportunista, obtendo resultados tímidos e gerando a necessidade de uma teoria abrangente sobre escolhas contábeis (FIELDS; LYS; VICENT, 2001), pois não há evidências até que ponto uma escolha oportunista não enseja em uma escolha eficiente (HOLTHAUSEN, 1990; CHRISTIE; ZIMMERMAN, 1994). Fields, Lys e Vicent (2001) concluíram ainda que as pesquisas da década de 1990 não tiveram progressos expressivos no aumento do entendimento das escolhas contábeis. Os autores afirmam que o parco progresso foi resultado das limitações dos métodos de pesquisa, bem como da opção dos pesquisadores sobre as replicações em detrimento do desenvolvimento de novos conhecimentos, estendendo o adquirido até o momento. Essa situação evidenciava que outro marco teórico capaz de explicar a escolha de métodos contábeis não foi desenvolvido, que não a perspectiva do oportunismo contratual.<sup>7</sup>

De uma forma geral, os determinantes relacionados à proposição oportunista referem-se ao teste de três hipóteses básicas, que são: Hipótese do plano de incentivo, Hipótese do Grau de Endividamento e Hipótese dos Custos Políticos. A Hipótese do plano de incentivo relaciona a escolha de métodos contábeis ao vínculo estabelecido entre o lucro e o plano de compensação dos diretores e administradores. A Hipótese do Grau de Endividamento relaciona a estrutura de capital adotada pela empresa à escolha contábil. A Hipótese dos custos políticos prevê que as empresas mais expostas a custos políticos estão mais propensas a adotar escolhas contábeis, que reduzem o lucro (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Nas pesquisas iniciais, as hipóteses do comportamento oportunista, de forma abrangente, testaram as proposições de alinhamento dos interesses entre o principal e o agente, reforçando que mecanismos de alinhamentos/incentivos adotados no plano de compensação dos administradores ou de desincentivos nos *covenants* de dívida tenderiam a alinhar os interesses entre o acionista e o administrador e destes com os do credor, reduzindo a possibilidade do comportamento oportunista do administrador. Assim, pesquisas se dedicaram a testar a relação entre mecanismos de incentivo/desincentivo como determinantes da escolha de

---

<sup>7</sup> Corroborando Fields, Lys e Vicent (2001), Chen et. al (2004) destacaram que a maioria das pesquisas em escolhas contábeis observaram métodos contábeis que aumentam o lucro. A explicação para esse foco, segundo os autores, pode ser atribuída pela predominância na literatura de evidências do oportunismo gerencial como principal razão para a seleção de determinadas políticas contábeis. Os autores afirmam que Holthausen (1990) e, mais recentemente, Fields, Lys e Vicent (2001) chamaram a atenção para a investigação de outros motivos gerenciais que não o oportunismo.



métodos contábeis, no âmbito do contrato de compensação dos administradores<sup>8</sup> e dos contratos de dívida<sup>9</sup>.

Questionamentos a respeito da eficiência contratual de tais mecanismos de alinhamento presentes nos contratos de compensação de executivos ou de restrições advindas de *covenants* resultaram na suposição de que ao invés de alinhar os interesses entre os administradores e acionistas esses mecanismos atuavam como incentivo ao comportamento oportunista do administrador, relacionado à sua flexibilidade discricionária em relação aos números contábeis, surgindo assim a linha de estudo denominada de “gerenciamento de resultado”. Pesquisas se desenvolveram para aprimorar formas de identificar o gerenciamento de resultado, suas medidas e como esses mecanismos de incentivo/desincentivo se relacionavam com o gerenciamento de resultado.<sup>10</sup> A relação positiva observada entre os mecanismos de incentivo e o gerenciamento de resultado ensejava dúvidas a respeito de que se apenas o uso de tais mecanismos seriam suficientes para limitar o comportamento oportunista do administrador.

Retomando a Teoria Econômica dos Contratos, destaca-se, nesse contexto, a Teoria dos Contratos Relacionais. Essa teoria entende que devido à racionalidade limitada e aos elevados custos de transação, os contratos relacionais surgem da impossibilidade de se prever *ex ante* nos contratos formais e informais todas as contingências futuras capazes de afetar os negócios entre as partes contratuais, assim como os juízes dos tribunais (terceira parte) de obterem todas as informações relevantes para julgar os litígios decorrentes dessas contingências. (FURUBOTN; RITCHER, 1998). Assim, a teoria dos contratos relacionais busca explicar a assimetria de informação entre as partes contratuais e outras partes externas a relação (terceira parte), no intuito de evitar que ocorra o oportunismo pós-contratual, que limita as partes externas em sua observação da execução das obrigações contratuais (FURUBOTN; RITCHER, 1998).

---

<sup>8</sup> Pesquisas que testaram a hipótese do plano de incentivo, assumindo o alinhamento de interesses, foram as de Hagerman e Zmijewski (1979), Bowen, Noree e Lacey (1981), Zmijewski e Hagerman (1981), Smith e Watts (1982), Dhaliwal, Salamon e Smith (1982), Ayres (1986), El-Gazzar, Lilien e Pastena (1986), Healy, Kang e Palepu (1987), Lambert e Larcker (1987), Bowen, Ducharme e Shores (1995).

<sup>9</sup> Pesquisas que testaram a hipótese dos *covenants* de dívida foram Smith e Warner (1979), Lilien e Pastena (1982), Daley e Vigeland (1983), Zimmer (1986); Duke e Hunt III (1990); Healy e Palepu (1990), Smith (1993), Beneish e Press (1993), Chen e Wei (1993), Sweeney (1994).

<sup>10</sup> Pesquisas de gerenciamento de resultado foram desenvolvidas por Healy (1985), Holthausen, Larcker e Sloan (1995), Gaver, Gaver e Austin (1995), Guidry, Leone e Rock (1999), levantados por Healy e Wahlen (1999) e Fields, Lys e Vicent (2001) e Shuto (2007), para testes nos contratos de compensação dos administradores.

Nesse âmbito, é necessário que existam formas de se estabelecer punições a comportamentos não compatíveis com os acordados nos arranjos contratuais, que podem ser legais, mas também informais. Williamson (2002) denominou essas formas contratuais de ordenamento privado<sup>11</sup>, no qual as partes relacionadas à transação direcionam esforços para adotar mecanismos de alinhamento de incentivos *ex ante*, bem como estabelecer estruturas de governança *ex post*, cujos mecanismos sejam os mais adaptáveis às necessidades da transação.

Esse entendimento de Williamson (2002) permite conjecturar que apenas mecanismos de incentivo determinados nos contratos *ex ante* não são suficientes para garantir a eficiência contratual, que limite o comportamento oportunista do agente em detrimento dos direitos do principal. Faz-se necessário, então, estabelecer mecanismos de monitoramento, entendidos pelo autor como estruturas de governança, que atuem no decorrer da execução dos contratos, evitando assim o oportunismo pós-contratual.

Fenômenos globais, como as privatizações nos países europeus e em desenvolvimento na década de 1980 e início da década de 1990, bem como as crises nos mercados emergentes da Ásia (em 1997) e na Rússia (em 1998), mudanças no mercado de capitais mundial como o aumento das aquisições hostis nos Estados Unidos na década de 1980, o crescimento dos investidores institucionais, as ações de desregulação do mercado de capitais, no intuito de integrar os mercados mundiais e os escândalos societários e contábeis ocorridos em 2001, tais como: *Enron* e *Worldcom* reforçaram o entendimento em torno dos mecanismos de controle do comportamento do agente (administrador ou administrador/acionista) pós-contratual (SILVEIRA, 2010).

Esse novo contexto, ressaltou o papel dos mecanismos de governança e da regulação destes, desencadeando, após os escândalos contábeis e societários de 2001 a 2003, o movimento político em torno da edição da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) em 2002 e regulações da *Securities and Exchange Commission* (SEC). A promulgação da Lei, segundo Dey (2008), foi um marco para observar a associação entre os mecanismos de monitoramento e as decisões dos administradores, incluindo a política de *reporting* financeiro. Os efeitos da SOX foram observados entre as companhias estrangeiras de todo mundo, que possuíam ações níveis 2 e 3 negociadas em bolsas norte-americanas (SILVEIRA, 2010). Tal Lei também desencadeou um

---

<sup>11</sup> Diferindo-se do ordenamento público, voltado para a economia constitucional.

processo de autoregulação dos mercados de capitais do Reino Unido, Alemanha, França e Brasil. Tal autoregulação pode ser observada pela edição de códigos de governança corporativa, edição observada por Silveira (2010).

Nesse contexto, várias pesquisas começaram a investigar a associação entre os mecanismos de monitoramento e o *reporting* financeiro, no que tange a suas características qualitativas desejadas e ao contexto operacional da empresa <sup>12</sup>. Contudo, segundo Dey (2008), existem evidências incipientes sobre os determinantes da presença de mecanismos de monitoramento (estruturas de governança) atuando conjuntamente (efeito endógeno), assim como da sua efetividade, porém seus achados evidenciam que tais mecanismos estão relacionados ao nível de conflitos de agência na empresa.

Especificamente, as evidências de Dey (2008) sugerem que a relação entre os mecanismos de monitoramento (estruturas de governança) e o nível de conflitos de agência varia entre as empresas, o que permite supor que a complementariedade entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e mecanismos de monitoramento (estruturas de governança) também variem em decorrência dos níveis de conflitos de interesse. Então, mecanismos de monitoramento (estruturas de governança) atuariam no sentido de complementar a eficiência dos mecanismos de alinhamento de incentivo na minimização dos conflitos de agência entre acionista (principal) e administrador (agente).

No que tange ao *reporting* financeiro, o administrador pode ser mais estimulado a manipular os números contábeis em seu benefício ou não, dependendo do nível do conflito de interesse. Em vista disso, utilizando a proposição de Fama e Jensen (1983a) e os achados de Dey (2008), sugere-se que a ponderação entre os mecanismos de alinhamento de interesse entre administradores e acionistas e mecanismos de monitoramento do comportamento discricionário do administrador em relação ao *reporting* financeiro pode também variar entre empresas.

Cornett, Marcus e Tehranian (2008) ao investigar o impacto das estruturas de governança e a compensação baseada em incentivo no desempenho corporativo, ajustado pelos efeitos do

---

<sup>12</sup> Entre as pesquisas destacam-se aquelas que tratam das características qualitativas do *reporting* financeiro, como: Teoh e Wong (1993) e Vafeas (2000) e aquelas relacionadas à complexidade organizacional, como: Bushman et al. (2004).

gerenciamento de resultado, encontraram evidências de que ao se fazer esse ajuste, o poder explicativo das variáveis de estrutura de governança aumenta de forma substancial e o efeito das variáveis de compensação baseada em incentivo reduz consideravelmente. Os achados dos autores sugerem que, no contexto atual de mudanças e reforço na regulação e na autorregulação das estruturas de governança, mecanismos de monitoramento (estruturas de governança) tem um poder explicativo maior em relação à restrição do comportamento oportunista do administrador no *reporting* financeiro do que mecanismos de alinhamento de incentivo.

## 1.2 Problema, Hipótese e Tese da Pesquisa

A teoria dos contratos relacionais entende os contratos como incompletos e imperfeitos, atribuindo aos mecanismos de alinhamento de interesse e de monitoramento (estruturas de governança) o papel de manter a eficiência contratual no controle do comportamento oportunista do administrador no *reporting* financeiro. Tal eficiência, então, dependeria da combinação desses mecanismos contratuais, os de incentivo, estabelecidos *a priori* nos contratos e os de monitoramento, que atuam *ex post* ao contrato, na restrição de decisões dos administradores no intuito de atender aos seus próprios interesses apenas em detrimento dos interesses do acionista.

Evidências da variação do poder explicativo dos mecanismos de monitoramento (estrutura de governança) quanto ao nível de conflito de interesse dependendo do ambiente institucional da empresa (DEY, 2008) sugerem que possam existir também diferenças entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento quanto à minimização de conflitos de agência, porém tais mecanismos poderiam atuar de forma complementar no controle desses conflitos. Assim, essa pesquisa investigou o efeito complementar entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento dos administradores no controle do *reporting* financeiro.

Sustentando-se nas hipóteses complementares centrais de Fama e Jensen (1983<sup>a</sup>, p. 304) a respeito das relações entre assumir os riscos e o processo de tomada de decisão nas organizações, segundo as quais: “1. Separação da assunção do risco residual da gestão leva a

sistemas de decisão que separam a gestão do controle.”<sup>13</sup> e “2. Combinação da gestão e do controle em poucos agentes leva à direitos residuais que são amplamente restritos a esses agentes.”<sup>14</sup> Essas hipóteses fundamentam o efeito complementar entre os mecanismos de alinhamento de incentivo, quando existe a combinação das duas funções administrativas, no sentido de alinhar os interesses daqueles que tomam a decisão dos que a controlam e os mecanismos de monitoramento, no tocante a separação das duas funções, nas quais tais mecanismos atuam no sentido de restringir a atuação de quem toma a decisão. As duas situações: de separação ou a combinação dessas funções são observadas como características da gestão de companhias abertas, o que indica que os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento possam atuar de maneira complementar.

Considerando a decisão da política contábil – o *reporting* financeiro – seguida pela companhia como uma política organizacional, passível, portanto, de ser gerida supõem-se que a complementariedade entre esses mecanismos possam atuar na restrição do comportamento discricionário relativo à essa decisão. Essa suposição foi investigada por Dey (2008) e Cornett, Marcus e Tehranian, (2008) em relação ao desempenho corporativo, ajustado pelo gerenciamento de resultados e evidências foram ainda incipientes da complementariedade entre mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento.

Diante das hipóteses complementares de Fama e Jensen (1983a) e das evidências de Dey (2008) e Cornett, Marcus e Tehranian, (2008), conjectura-se como Hipótese Geral (HG) desse estudo que mecanismos de alinhamento e de monitoramento atuam de forma conjunta na restrição do comportamento discricionário do administrador. A não rejeição dessa hipótese corrobora para aceitação da Tese da complementariedade entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento no controle do comportamento discricionário do administrador no *reporting* financeiro.

Para o teste da HG, assumiram-se três hipóteses complementares, a seguir:

Hipótese do Alinhamento de Incentivo (H1): Companhias que possuem mecanismos de alinhamento de incentivo, baseados na compensação aos administradores, apresentam

---

<sup>13</sup> 1. *Separation of residual risk bearing from decision management leads to decision systems that separate decision management from decision control.* (FAMA; JENSEN, 1983a, p. 304, **Tradução Livre**)

<sup>14</sup> 2. *Combination of decision management and decision control in a few agents leads to residual claims that are largely restricted to these agents.* (FAMA; JENSEN, 1983a, p. 304, **Tradução Livre**)

menores níveis de discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica que os mecanismos de alinhamento de incentivo são associados negativamente com os *accruals* discricionários.

Hipótese do Monitoramento (H2): Companhias que adotam mecanismos de monitoramento apresentam menores níveis de discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica que os mecanismos de monitoramento são associados negativamente com os *accruals* discricionários.

Hipótese da Influência da Complexidade Organizacional (H3): O efeito dos mecanismos de incentivo e de monitoramento no controle da discricionariedade no *reporting* financeiro tende a variar de acordo com a complexidade da organização. Isso implica em uma associação entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e o *reporting* financeiro e entre os mecanismos de monitoramento e o *reporting* financeiro do administrador, quando controlados por complexidade organizacional.

### **1.3 Objetivos Geral e Específicos**

Diante do problema de pesquisa, optou-se por desenvolver a investigação em um contexto de mercado de capitais emergente e no decorrer de seu amadurecimento, pois se acredita que em tal situação os mecanismos de incentivo e de monitoramento ainda não estão incorporados como prática institucional do mercado, apresentando variação suficiente para se detectar a importância de cada um.

Assim, o objetivo geral da pesquisa é investigar o efeito complementar entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento no controle do *reporting* financeiro das companhias abertas do Brasil.

Na consecução desse objetivo geral, é necessário atender aos seguintes objetivos específicos:

- 1) Analisar se os mecanismos de incentivo afetam a discricionariedade do administrador no *reporting* financeiro nas companhias abertas do Brasil;
- 2) Verificar se os mecanismos de monitoramento influenciam a discricionariedade do administrador no *reporting* financeiro nas companhias abertas do Brasil;
- 3) Identificar características das companhias abertas do Brasil, que interferem na complementariedade entre os mecanismos de incentivo e de monitoramento.

#### **1.4 Justificativa e Contribuição do Estudo**

A partir do início da década de 2000, houve um aumento na literatura contábil e financeira, que investiga se mecanismos contratuais de monitoramento, conhecidos como estruturas de governança corporativa (WILLIAMSON, 1985), são capazes de explicar o comportamento discricionário do administrador no *reporting* financeiro, especificamente na restrição do comportamento oportunista do administrador, medido por meio de métricas de *accruals* anormais. Essas pesquisas têm conseguido evidências da predição de que o gerenciamento de resultado é negativamente associado à presença isolada de um ou mais mecanismos de monitoramento nas empresas. Dechow, Sloan e Sweeney (1996) e Besley (1996) a respeito das características do conselho de administração e Klein (2002a, 2002b) relativo ao papel da auditoria são exemplos desses estudos.

Os estudos anteriores têm assumido que a proposição da eficiência contratual relaciona-se também com as características do ambiente informacional e da complexidade organizacional (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010). Assim, pesquisas são realizadas em ambientes informacionais diferentes, no qual observaram de maneira isolada a relação ora entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e o *reporting* financeiro ora os mecanismos de monitoramento e o *reporting* financeiro. Pouco ainda tem sido observado a respeito do efeito complementar entre os dois mecanismos contratuais de alinhamento de incentivo e de monitoramento (estrutura de governança). Especificamente, no que tange à ponderação entre

ambos os mecanismos no controle do comportamento do administrador e em que contextos um mecanismo se sobressai em detrimento do outro nesse controle.

Dey (2008) e Cornett, Marcus e Tehranian (2008) são algumas pesquisas que começaram a investigar essa inter-relação. Dey (2008) investigando o efeito desses mecanismos em relação ao nível de conflito de agência e Cornett, Marcus e Tehranian (2008) em relação ao desempenho da empresa. Essa última pesquisa cujos achados corroboram que mecanismos de monitoramento têm um poder explicativo maior do que mecanismos de incentivo no que tange ao desempenho corporativo, quando ajustado ao gerenciamento de resultado. Dessa maneira, esta pesquisa estende a literatura ao investigar se os mecanismos contratuais de monitoramento têm maior efeito do que os mecanismos de incentivo na restrição do comportamento oportunista do administrador no *reporting* financeiro.

Em relação ao ambiente informacional, Armstrong, Guay e Weber (2010) ressaltam sua importância na criação ou exacerbação dos conflitos de agência e na estruturação dos mecanismos que os minimizem. Assim, o contexto institucional brasileiro permite analisar dados diferentes de outras pesquisas empíricas em *reporting* financeiro realizadas em outros mercados.

De fato, as evidências no ambiente contratual do Brasil a respeito dos mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento ainda são incipientes. Mesmo indícios de comportamento oportunista ainda são iniciais. A pesquisa sob essa abordagem feita por Silva (2008) não encontrou evidências de comportamento oportunista de administradores na violação de *covenants* de dívida, sugerindo como possível explicação a proposição da eficiência. Além disso, não há nesses modelos a inclusão de variáveis institucionais, que segundo Lopes (2002), são importantes para explicar a qualidade das informações contábeis prestadas pelas companhias abertas brasileiras.

As pesquisas que descrevem o efeito dos mecanismos de alinhamento de incentivo no contexto brasileiro dedicam-se a observar as características dos planos de incentivo, de uma forma geral (NUNES; MARQUES, 2005) e em relação às medidas de desempenho utilizadas nesses planos (DALMÁCIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009), bem como o processo de permanência e mudança dos administradores (MENDES-DA-SILVA; GRZYBOVSKI, 2006).



Observa-se que as pesquisas ainda estão em um processo descritivo das especificidades dos planos.

No âmbito dos mecanismos de monitoramento, as investigações no Brasil apresentam ainda um número reduzido e se constituem de descrições sobre as práticas de governança corporativa, como por exemplo, os estudos de Kitagawa e Ribeiro (2009) e Black, Carvalho e Gorga (2009). Investigações sobre o papel de alguns desses mecanismos e a prevenção de gerenciamento de resultado e o desempenho corporativo possuem evidências de que os mecanismos de monitoramento reduzem o comportamento discricionário do administrador, que são similares às encontradas em outros contextos. Exemplos de mecanismos estudados são encontrados nas pesquisas de Almeida e Almeida (2009) sobre o processo de auditoria realizado por grandes empresas e Furuta (2010) a respeito da constituição do comitê de auditoria ou conselho fiscal.

Diante das características do ambiente institucional das companhias abertas do Brasil e da ausência de pesquisas que evidencie nesse contexto o papel dos mecanismos contratuais de alinhamento de incentivo e de monitoramento em conjunto, esta pesquisa contribui para a redução dessa lacuna ao investigar companhias abertas em um horizonte temporal de 13 anos, o que permitiu mostrar o impacto de mudanças na regulação do mercado de capitais mundiais, como a SOX e a introdução do padrão IFRS, diferenciando-se outras investigações empíricas em *reporting* financeiro.

Ao se entender a inter-relação entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento do comportamento do administrador no *reporting* financeiro, a pesquisa contribui com a qualidade das informações contábeis, pois seus achados auxiliam a discernir sobre os mecanismos que efetivamente controlam o comportamento discricionário do administrador. Além disso, os resultados permitem evidenciar a necessidade de uma maior interferência dos órgãos reguladores no estabelecimento de mecanismos de monitoramento ou a melhoria nos arranjos contratuais na inclusão de mecanismos, que sejam mais efetivos no alinhamento de interesses. Outra contribuição é a compreensão do ambiente institucional das companhias abertas no Brasil, ainda incipiente. Isso implica que os resultados encontrados podem ensejar uma maior ou menor regulação dos órgãos reguladores do país e a formulação de arranjos contratuais mais específicos a essa realidade, reduzindo os entraves institucionais e contratuais para essas companhias.

## 1.5 Estrutura do Trabalho

O trabalho é composto por cinco capítulos, incluindo este introdutório. No Capítulo 2, são expostos a base teórica que fundamenta a pesquisa, incluindo brevemente uma discussão sobre as premissas e conceitos fundamentais da Nova Economia Institucional (NEI), a Teoria de Agência e a proposição de Fama e Jensen (1983a) sobre a separação entre controle e propriedade. Além disso, analisou-se a aplicação dessa teoria no controle do *reporting* financeiro, no que tange aos mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento e por fim as evidências encontradas em outros estudos a respeito da eficiência desses mecanismos

O Capítulo 3 descreve o método adotado na pesquisa, mostra o sistema de hipóteses, a descrição das variáveis e as especificações dos modelos utilizados. Faz uma breve descrição sobre o contexto do mercado de capitais do Brasil, no intuito de caracterizar o ambiente institucional das companhias abertas analisadas neste estudo e estabelece e justifica o período observado de pesquisa e encerra tratando da população e da amostra do estudo, no que tange aos critérios de seleção, a classificação setorial das companhias e a descrição da amostra final.

No Capítulo 4, são expostos os resultados e as análises da pesquisa. Os resultados englobam a descrição da amostra e os resultados e análises das equações de teste para os modelos preditos isoladamente e em conjunto. São apresentadas também as análises do impacto da publicação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) e da implementação dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS) na Europa e no Brasil.

O Capítulo 5 apresenta o resumo dos resultados, as evidências que corroboram com a tese e as implicações do estudo. Nesse último capítulo, destacam-se também a contribuição do estudo, as limitações da delimitação adotada na pesquisa e as sugestões para pesquisas futuras.

## 2 PLATAFORMA TEÓRICA

Esse capítulo descreve a base teórica que fundamenta a pesquisa e está subdividido em 4 subseções. A primeira subseção, item 2.1, trata brevemente das premissas e conceitos fundamentais da Nova Economia Institucional (NEI). Em seguida, no item 2.2, são discutidas a Teoria de Agência e as hipóteses de Fama e Jensen (1983a) sobre a separação entre controle e propriedade. O item 2.3 indica a aplicação dessa teoria no controle do *reporting* financeiro, no que tange aos mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento. Por fim, o item 2.4 enumera as evidências encontradas em outros estudos a respeito da eficiência desses mecanismos.

### 2.1 Premissas e Conceitos Fundamentais da NEI

A abordagem da Nova Economia Institucional (NEI) fundamenta-se no papel relevante das instituições na explicação dos fenômenos relativos ao desempenho econômico, no âmbito microeconômico. Essa visão se contrapõe a da Teoria Econômica Neoclássica, que entende os arranjos institucionais apenas como contextos para visualizar os modelos de alocação de recursos, baseados no equilíbrio geral e na otimização econômica, renegando a tais arranjos um papel secundário na análise dos fenômenos microeconômicos (FURUBOTN; RITCHER, 1998).

A NEI surgiu em decorrência da crítica de alguns pressupostos não realistas assumidos pelos modelos de ênfase alocativa da Teoria Neoclássica, como a noção de mercados perfeitos e eficientes, a ausência de custos de transação e ambientes de informação simétricos (FURUBOTN; RITCHER, 1998). Contrapondo-se a esses pressupostos, a NEI assume suposições realistas, reconhecendo as imperfeições do mercado e assumindo assim o papel das instituições como formas de minimizar os efeitos dessas imperfeições.

Segundo Furubotn e Richter (1998), as suposições em que se sustentam a NEI são individualismo metodológico, comportamento de maximização dos indivíduos, racionalidade

limitada e comportamento oportunista. Os autores ressaltam que a partir dessas suposições se formam os conceitos fundamentais da NEI de sociedade econômica, estrutura de governança, instituições e organizações. Tais conceitos são necessários para o entendimento das proposições das teorias econômicas dos contratos e serão descritos brevemente.

### **2.1.1 Individualismo Metodológico**

A suposição do individualismo metodológico assume o comportamento dos indivíduos como o foco principal na explicação dos fenômenos sociais, uma vez que a sociedade, o Estado, a Empresa, enfim todas as organizações sociais são constituídas de agentes individuais, cujas ações são as responsáveis por desencadear os mecanismos causadores do fenômeno social estudado (FURUBOTN; RITCHER, 1998)<sup>15</sup>.

Segundo Furubotn e Ritcher (1998), o individualismo metodológico entende que as pessoas são seres diferentes e que possuem diversos e distintos gostos, metas, objetivos e ideias e que as organizações as quais formam não são compreendidas como se tivessem as mesmas características.

Assim, o *reporting* financeiro é entendido como uma decisão individual do agente, cujo comportamento discricionário, permitido pelos padrões contábeis, pode ensejar em ações que visem o interesse privado do acionista ou para aqueles os quais o mesmo foi contratado.

### **2.1.2 Comportamento de Maximização dos Indivíduos<sup>16</sup> e Racionalidade Individual**

O comportamento de maximização é visualizado nos indivíduos, que buscam atender seus próprios interesses e maximizar a utilidade de suas escolhas. Segundo Furubotn e Ritcher (1998) tal comportamento significa que os agentes fazem suas próprias escolhas e seguem suas metas individuais, restritas apenas à estrutura organizacional a que estão submetidos.

---

<sup>15</sup> Arrow (1994) apresenta uma visão diferente da noção do individualismo metodológico, uma vez que reconhece que as análises econômicas se utilizam de variáveis sociais não relacionadas aos indivíduos e que tais variáveis são essenciais no estudo da economia e qualquer outro sistema social.

<sup>16</sup> Furubotn e Richter (1998) denominam essa característica de *the maximand*.

Furubotn e Ritcher (1998) afirmam que coexistem duas abordagens para delinear o conceito de “racionalidade individual”. A primeira visão está relacionada a uma racionalidade individual perfeita, na qual os indivíduos são dotados de preferências consistentes e estáveis e que suas escolhas são sempre realizadas considerando o resultado ótimo das ações. Os autores destacam, que no contexto da NEI, essa noção de racionalidade fundamenta alguns pensamentos dominantes em relação à teoria da agência, à análise econômica do direito e a teoria de escolha pública.

Por outro lado, Furubotn e Ritcher (1998) ressaltam que uma parte da literatura da NEI, relaciona-se a uma noção de “racionalidade individual imperfeita”. Essa visão assume que as preferências dos indivíduos são incompletas e se alteram ao longo do tempo, agravados pela presença de custos de transação em ambientes de informação assimétricos, o que torna a suposição de racionalidade completa frágil fora do mundo ideal. A literatura referente à análise dos custos de transação, de direitos de propriedade e a nova abordagem institucional da história econômica se utilizam da premissa de racionalidade individual imperfeita (FURUBOTN; RITCHER, 1998). Os autores afirmam ainda que essa característica de limitação do comportamento humano é que torna impossível que a realidade complexa possa ser delineada completamente nos arranjos contratuais, ressaltando a noção de Williamson (1985) de contratos imperfeitos.

A parte da literatura da NEI que supõe a “racionalidade individual imperfeita” considera a suposição da racionalidade limitada de Simon (1955, 1959), que assume os indivíduos como intencionalmente racionais, mas apenas limitadamente. Tal suposição se contrapõe a premissa de racionalidade assumida pela teoria neoclássica da economia, pela qual todos os custos são reconhecidos e os indivíduos podem prever todas as contingências, que também são sempre assimiladas pelo mercado.

Jensen e Meckling (1976, p. 3) reforçam os argumentos de Simon (1955) a respeito do comportamento humano de maximização, afirmando que:

Simon (1955) desenvolveu um modelo de escolha humana incorporando os custos de informação (busca) e computacionais que também têm implicações importantes para o comportamento dos administradores. Infelizmente, o trabalho de Simon tem frequentemente sido mal interpretado

como uma negação do comportamento da maximização, e mal usado, especialmente na literatura da ciência do comportamento e no *marketing*.<sup>17</sup>

Jensen e Meckling (1976, p. 3) destacam ainda que algumas tentativas de formulações de uma nova abordagem da teoria da firma tentam refutar o princípio fundamental do comportamento de maximização, assim como o modelo mais específico de maximização do lucro. No entanto, os autores mantêm a suposição do comportamento de maximização sob a parte de todos os indivíduos em sua análise.

### 2.1.3 Comportamento Oportunista

A proposição de Knight (1965) assume que o comportamento das pessoas gera um inerente risco moral, cujos fatores que o promovem são intrínsecos a pessoa que toma decisão e que é suscetível ao controle externo. O autor afirma que o administrador no exercício de seu poder discricionário sobre empréstimos ou outras decisões e estimativas, pode decidir expandir os seus limites e assim existe uma grande probabilidade de que o controle externo compense decisões ruins por meio de compensações, que mantenham o nível de constância e credibilidade dos resultados.

Complementado o entendimento anterior, Furubotn e Ritcher (1998) ressaltam a descrição do comportamento oportunista, segundo Williamson (1985), como aquele que ocorre quando os indivíduos são desonestos e capazes de dissimular suas preferências, distorcer dados e confundir resultados de maneira deliberada. Essa característica do comportamento humano também reforça os argumentos de Williamson (1985) da incompletude dos arranjos contratuais, na medida em que se torna muito custoso e até mesmo impossível de se prever *ex ante* se os agentes serão oportunistas ou não, a ponto de que se formulem contratos completos, que minimizem todos os custos inerentes a esse comportamento.

---

<sup>17</sup> Simon (1955) developed a model of human choice incorporating information (search) and computational costs which also has important implications for the behavior of managers. Unfortunately, Simon's work has often been misinterpreted as a denial of maximizing behavior, and misused, especially in the marketing and behavioral science literature. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 3, **Tradução Livre**)

#### **2.1.4 Sociedade Econômica**

No contexto da NEI, a sociedade econômica é caracterizada por agrupar os indivíduos e um conjunto de regras que garantem os direitos de propriedade para cada um dos seus membros. Direitos esses caracterizados pelo usufruto aos benefícios dos objetos físicos ou dos frutos intelectuais, bem como o direito de exigir determinado comportamento de outros indivíduos (FURUBOTN; RITCHER, 1998). A sociedade econômica, então, tem o objetivo de garantir que os direitos de propriedade de seus indivíduos constituintes sejam respeitados.

#### **2.1.5 Estruturas de Governança**

Estruturas de governança surgem para que os direitos de propriedade sejam garantidos. Segundo Furubotn e Ritcher (1998), estruturas de governança são considerados sistemas constituídos de regras e seus respectivos instrumentos de execução ou eficácia dessas regras. Esse sistema tem por objetivo restringir o comportamento dos indivíduos, aplicando sanções que podem ser estabelecidas por leis e/ou costumes.

#### **2.1.6 Instituições e Organizações**

Instituições são consideradas para fins de entendimento das proposições da NEI, segundo Furubotn e Ritcher (1998) como um conjunto de regras formais e informais e seus instrumentos de execução cuja finalidade é direcionar o comportamento dos indivíduos em torno de um objetivo particular. Pode, então, ser considerada como uma estrutura de governança, que atende a uma finalidade específica, que delinea os incentivos aos indivíduos, assim como estabelece as ações, os procedimentos exigidos e as informações que devem repassadas. As organizações, por sua vez, são consideradas instituições, nas quais as pessoas estão envolvidas usufruem também dos benefícios e finalidades institucionais.

#### **2.1.7 Natureza Contratual das Empresas**

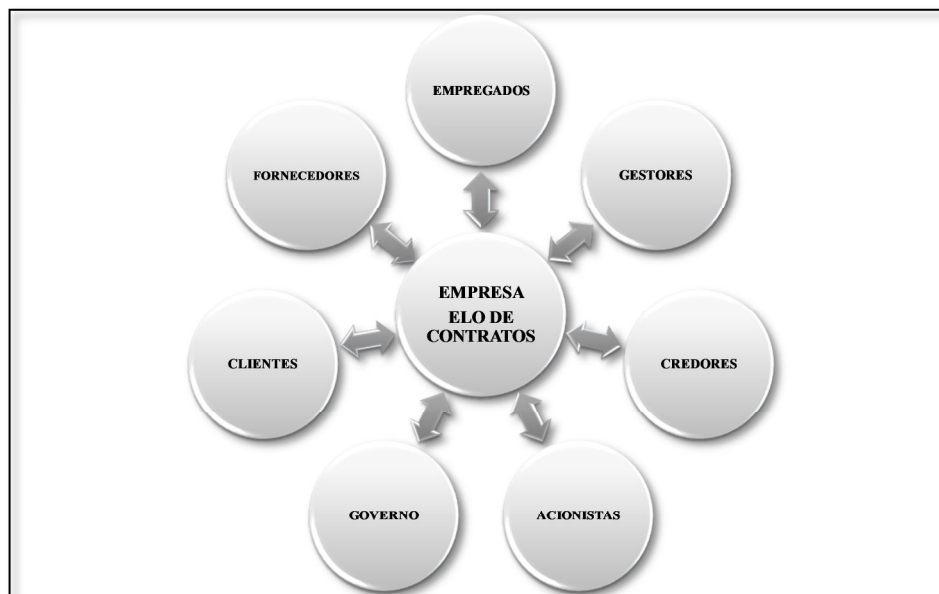
Para a teoria microeconômica clássica, as empresas são unidades básicas de produção, cujo objetivo é maximização de lucros. Essa maximização ocorre mediante um processo, no qual a

empresa compra/adquiri os insumos (*inputs*) das famílias e de outras empresas (trabalho, bens e serviços), os transforma em bens e serviços (*outputs*) e os vendem, por sua vez, às famílias e às outras empresas. (PUTTERMAN; KROSZNER, 1996). Nesse contexto, a empresa é considerada uma “caixa preta”, uma visão limitada, que não responde a alguns problemas surgidos em decorrência do aumento da complexidade das organizações e de suas relações com os respectivos agentes econômicos. Essas relações incluem, entre outras, os contratos de longo prazo, os direitos de propriedade, a política de incentivos (JENSEN; MECKLING, 1976; PUTTERMAN; KROSZNER, 1996) e discussões sobre a responsabilidade social das empresas (JENSEN; MECKLING, 1976).

As questões centrais no debate teórico sobre a natureza da firma se referem à sua definição, ao porquê de sua existência, ao que determina o seu tamanho e escopo, às relações de controle e trabalho, aos trabalhadores e incentivos, à propriedade, controle e aos aspectos econômicos e financeiros. Tais questões diferenciam-se aos entendimentos da teoria clássica econômica e a partir de Coase (1937) assume empresa como sendo a formalização da interação entre agentes econômicos, em detrimento da visão neoclássica sistêmica - tecnológica de transformação de *inputs* em *outputs* na busca da maximização de lucros. Nessa visão, a empresa é considerada como um conjunto de contratos entre os agentes econômicos e os fatores de produção. (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983a)

A empresa como um conjunto de contratos atua no sentido de dirimir conflitos distintos entre as iniciativas de cada um dos agentes racionais na busca de sua maximização individual de riqueza (SUNDER,1997). Assim, a empresa passa a ser um elo entre relações contratuais individuais. A Figura 1 mostra os diversos agentes com que as empresas podem estabelecer relações contratuais.





**Figura 1 Empresa como um elo de contratos entre os agentes**

Fonte: Baseado em Sunder (1997, p. 40)

Sunder (1997) informa que os contratos podem ser explícitos e implícitos (tácitos), de curto e de longo prazo e que os diferentes agentes podem contribuir de várias formas, entre as quais: preferências, dotações de capitais, habilidades e informações. Segundo o autor, os contratos são escritos para organizar a participação de cada agente na empresa, disciplinando questões sobre aporte de recursos – capital, habilidades e informações –, voltados à maximização do valor da empresa e sobre a contrapartida dos recursos despendidos por cada um desses agentes, ou seja, a participação de cada um na riqueza gerada. Sunder (1997) expõe os direitos e as contribuições de cada agente, mostrados no Quadro 1 a seguir.

**Quadro 1 - Contribuições e Direitos dos Vários Agentes**

<b>Tipo de Agente</b>	<b>Contribuição</b>	<b>Direitos</b>
<b>Acionista</b>	Capital acionário	Dividendos e valor residual
<b>Administrador</b>	Habilidades	Salário, bonificações e benefícios
<b>Empregados</b>	Habilidades	Salários e benefícios
<b>Vendedores</b>	Bens e Serviços	Dinheiro
<b>Cliente</b>	Dinheiro	Bens e Serviços
<b>Credor</b>	Capital emprestado	Juros e capital principal
<b>Governo</b>	Bens públicos	Impostos
<b>Auditor</b>	Serviços	Honorários

Fonte: Sunder (1997, p. 41, *Tradução Livre*)

Jensen e Meckling (1976) argumentam que as relações contratuais são a essência da empresa e que as questões relacionadas aos custos de agência e de monitoramento estão presentes nessas relações entre os diversos agentes, reforçando assim a empresa como um nexos para um conjunto dessas relações contratuais entre os indivíduos. Outra característica descrita pelos

autores entende a empresa pela existência de direitos residuais divisíveis sobre ativos e fluxos de caixa que podem ser transacionados separadamente pelos indivíduos que os possuem. Esse entendimento torna sem sentido as tentativas de considerar a empresa como um indivíduo (noção de ficção jurídica) e diferenciar os agentes internos dos externos. Substituindo essa visão, como destacam Jensen e Meckling (1976), está o entendimento de que a empresa atende a um complexo processo, dentro do qual coexistem objetivos conflitantes dos indivíduos, que o constituem e que estão organizados por meio da estrutura das relações contratuais. Os autores afirmam que, visto por esse ângulo, “o ‘comportamento’ da empresa é como o comportamento do mercado, isto é, o resultado de um processo complexo de equilíbrio.”<sup>18</sup>

A teoria econômica dos contratos assume a natureza contratual da empresa e suas proposições tentam explicar o processo ténue de equilíbrio contratual por meio de mecanismos de incentivo e de *enforcement* estabelecidos *ex ante* no próprio contrato ou na forma organizacional da comparação, no âmbito da teoria da agência, assim como aqueles que atuam *ex post* ao contrato, tais como estruturas de governança, que fazem parte de ordenamentos privados, segundo a teoria dos contratos relacionais.

## 2.2 Teoria Econômica dos Contratos

Optou-se por estudar o problema de pesquisa, utilizando as proposições de Fama e Jensen (1983a), no âmbito da Teoria de Agência, que compreende uma das três Teorias Contratuais dentro da Nova Economia Institucional (NEI). A Teoria da Agência tenta responder questões relacionadas aos problemas de incentivo e de assimetria informacional (FURUBOTN; RICHTER, 1998).

A base da NEI é a suposição de que custos de transação existem e que tais custos, a alocação e a formação dos direitos de propriedade estão diretamente associados com os resultados alcançados por uma sociedade (FURUBOTN; RITCHER, 1998). Isso torna os conceitos de custos de transação, direito de propriedade e de relações contratuais, segundo Furubotn e

---

<sup>18</sup> [...] the “behavior” of the firm is like the behavior of a market, that is, the outcome of a complex equilibrium process. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 9, *Tradução Livre*)

Ritcher (1998), elementares no entendimento das proposições da NEI, cuja classificação em subcampos representam as predições para os diferentes fenômenos econômicos, decorrentes da análise de cada um desses conceitos elementares. Tais subcampos, segundo os autores, incluem: 1) Economia dos custos de transação (*transaction-cost economics*); 2) Análise dos direitos de propriedade (*property-rights analysis*); e 3) Teoria Econômica dos Contratos (*Economic theory of contracts*), subdividida em: a) Teoria da Agência (*Agency Theory*) e b) Teoria dos Contratos Relacionais e Incompletos (*Relational and incomplete contract theory*).

A Teoria Econômica dos Contratos<sup>19</sup> se dedica ao estudo de fenômenos econômicos direcionados por problemas de incentivo e de assimetria de informação nos contratos e em sua execução ao longo de sua vigência. Tais problemas surgem em decorrência do efeito dos custos de transação nos arranjos contratuais, que provocam “fricções”, o que leva ao reconhecimento do papel das formas organizacionais, de decisões que reduzem os custos contratuais e/ou aumentem os incentivos econômicos, considerados como essenciais para aumentar, segundo Furubotn e Ritcher (1998), a eficiência dos contratos em situações de desequilíbrio do mercado.<sup>20</sup>

Furubotn e Ritcher (1998) subdividem a teoria econômica dos contratos em função das partes afetadas pela assimetria de informação. Assim, constitui-se objeto da teoria da agência problemas de assimetria informacional envolvendo as partes de um contrato e da teoria dos contratos relacionais e incompletos, problemas de assimetria que afetam essas partes contratuais e terceiros à relação. Além dessas duas teorias, os autores ainda incluem a teoria dos contratos implícitos ou arranjos de auto regulação, que não são objeto direto neste estudo.

Entre os fenômenos preditos pela teoria econômica dos contratos estão os relacionados à separação da propriedade e controle e à regulação pública e privada, considerados relevantes ao entendimento do comportamento do administrador (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1983a; 1983b). Por essa razão, esta pesquisa fundamenta-se nas proposições subjacentes da teoria econômica dos contratos, para derivar consequências testáveis em relação aos

---

<sup>19</sup> Para um maior entendimento dos campos de estudo da economia dos custos de transação e a análise dos direitos de propriedade ver Furubotn e Ritcher (1998).

<sup>20</sup> Furubotn e Ritcher (1998) mostram as diferenças no pensamento da teoria microeconômica e a teoria contratual na análise das práticas monopolistas e de monopólio. Segundo os autores, enquanto a resposta da microeconomia seria a de aumentar a competitividade, a teoria contratual sugere mais hierarquia, acreditando que o aumento da eficiência decorre da melhoria organizacional, de estratégias que reduzam custos de transação, assim como melhorem os incentivos econômicos e disposições que aumentem a credibilidade e reduzam os riscos. Com isso, a abordagem concorrencial poderia ser refinada.

mecanismos de incentivo e de monitoramento do *reporting* financeiro<sup>21</sup>. Especificamente, apoiadas nas hipóteses de Fama e Jensen (1983a) sobre a separação entre propriedade e controle, no âmbito da Teoria da Agência, quanto ao papel dos mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento na minimização dos conflitos de agência decorrentes dessa nova forma organizacional.

### 2.3 Teoria da Agência

Furubotn e Ritcher (1998) ressaltam o papel do constructo legal de agência na análise da economia institucional moderna. A teoria de agência estuda as relações de agência, que se desenvolvem entre dois agentes econômicos, sendo um considerado principal e o outro agente. Tal relação é definida por Jensen e Meckling (1976, p. 5) como:

[...] um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal(s)) encarrega outra pessoa (o agente) para realizar alguns serviços em seu nome os quais envolvem delegação de alguma autoridade para tomada de decisão ao agente.<sup>22</sup>

Arrow (1984) descreve que o agente possui poder discricionário para determinar suas ações dentro de um conjunto de diversas alternativas possíveis e que essas ações afetam tanto sua riqueza quanto a do principal. Furubotn e Ritcher (1998), por sua vez, afirmam que o principal enfrenta dificuldades para monitorar se tais ações estão sendo realizadas em seu benefício. Segundo Arrow (1984), o principal pode, então, estabelecer regras de compensação do agente em função dos resultados observados de suas ações, antes que o mesmo possa tomar decisões sobre seus interesses. Isso significa, de acordo com Furubotn e Ritcher (1998), que o principal pode formular um plano de remuneração para o agente, no intuito de induzir o agente a agir de maneira vantajosa aos interesses do principal.

---

<sup>21</sup> As predições da teoria econômica dos contratos já são amplamente usadas para entender o comportamento do administrador no *reporting* financeiro desde 1974 com o primeiro artigo de Watts, que desencadeou uma gama de pesquisas sobre os determinantes econômicos das políticas contábeis, especificamente direcionados pela Teoria da Agência. Levantamentos na literatura a respeito foram feitos por Holthausen e Leftwich (1983), Watts e Zimmerman (1986; 1990), Fields, Lys e Vicent (2001), Healy e Wahlen (1999), Armstrong, Guay e Weber (2010).

<sup>22</sup> [...] a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 4, **Tradução Livre**)

Arrow (1984) ressalta, no entanto, que o problema surge quando existe incerteza quanto à identificação desse resultado, especificamente, na presença de informações desiguais entre o principal e o agente. A assimetria de informações nas relações de agência, por sua vez, surge em decorrência dos problemas de ações ocultas (*hidden action*) e de informações ocultas (*hidden information*)<sup>23</sup>, que segundo Arrow (1984) levam ao risco moral (*moral hazard*) e à seleção adversa (*adverse selection*)<sup>24</sup>.

Arrow (1984) entende que a ação oculta mais característica é o esforço do agente, que é importante para o principal, na medida em que um maior esforço do agente pode levar a um aumento no resultado esperado pelo principal. Assim, o problema de ações ocultas refere-se às ações do agente que não são observadas diretamente pelo principal e este não consegue consequentemente avaliar se tais ações são efetivamente apropriadas, além do fato de que um monitoramento direto do agente pelo principal torna-se muito custoso. Essa descrição da teoria da agência ocorre, por exemplo, na relação entre acionista e administrador (ARROW, 1984). O acionista, quanto principal, delega ao administrador o poder de decidir sobre a gestão de seu negócio, mas não consegue observar detalhadamente se as decisões tomadas pelo administrador são as mais adequadas, ou seja, aquelas que levam ao melhor resultado.

Segundo Arrow (1984), a literatura econômica dedica-se sob o problema de ação oculta envolvendo duas situações. A primeira, já comentada, de que as ações dos agentes não podem ser observadas diretamente pelo principal e a segunda que assume que o resultado é influenciado por essas ações, mas não é completamente determinado por elas, sendo afetado também por choques externos, cujas variáveis não estão sob o controle do agente. Nesse sentido, Arrow (1984, p.2) afirma que: “Em linguagem técnica, o resultado é uma variável aleatória cuja distribuição depende das ações tomadas.”<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> O problema da informação oculta surge quando o agente possui informações que o principal não tem acesso, assim como não pode avaliar se as decisões tomadas com base nessas informações são as que melhor atendem ao seu interesse e a obtenção de toda informação de posse do agente também é considerado muito custosa (ARROW, 1984).

<sup>24</sup> A seleção adversa se caracteriza por decisões tomadas pelo principal sem que o mesmo obtenha um conhecimento de todas as informações relevantes possuídas pelo agente, que possibilitasse uma tomada de decisão ótima. Assim, o principal corre o risco de tomar uma decisão sem todas as condições que lhe rendessem um resultado ótimo. Esse problema de seleção adversa não será focado nessa pesquisa.

<sup>25</sup> *In technical language, the outcome is a random variable whose distribution depends on the action taken.* (ARROW, 1984, p. 2, Tradução Livre)

Furubotn e Richter (1998) argumentam que a restrição do resultado ligada a variáveis externas permite ao agente justificar um possível desempenho insuficiente como decorrente dessas variáveis, que estão fora de seu controle. Segundo os autores, esse comportamento do agente é considerado como a característica intrínseca do modelo principal – agente e ocorre devido às diferenças nos níveis de risco entre o principal e o agente. O principal assume, além dos riscos específicos do contrato, o risco moral do agente, que surge em decorrência da flexibilidade dada pelo próprio principal, para que o agente possa atuar em seu interesse, e do fato de que o agente não assume todos os riscos decorrentes de suas ações, que em última instância são assumidos pelo principal.

Conforme Jensen e Meckling (1976), a delegação de poder ao agente e o fato de que tanto principal quanto o agente agirão no intuito de maximizar sua própria utilidade reforçam o entendimento de que nem sempre o agente agirá em consonância com o melhor interesse do principal. Para minimizar esse o problema<sup>26</sup> de agência, o principal, então, tenta alinhar seus interesses de maximizar sua utilidade aos interesses do agente por meio de um esquema de incentivo vinculado ao resultado das ações do agente, de medidas de monitoramento indireto do resultado dessas ações<sup>27</sup>, assim como penalidades caso as ações do agente tragam algum tipo de prejuízo direto ou indireto<sup>28</sup> (JENSEN; MECKLING, 1976; ARROW, 1984; FURUBOTN; RITCHER, 1998)<sup>29</sup>.

Assim, uma das proposições para explicar o problema de alinhamento de interesses entre o principal e o agente sugere a inclusão de mecanismos de incentivos nos contratos *ex ante*, vinculados a medidas diretas e indiretas de desempenho do agente ou pela sua destituição de tal papel, no intuito de controlar o comportamento oportunista desse agente. Segundo

---

<sup>26</sup> Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 6-7), o problema de agência é bastante geral e existem em todas as organizações e em todos os esforços cooperativos, incluindo todos os níveis administrativos nas empresas, universidades, sociedades de mútuo, cooperativas, agências e autoridades governamentais, sindicatos, entre outras relações.

<sup>27</sup> Jensen e Meckling (1976, p. 6) entendem monitoramento de uma forma ampla envolvendo todo o esforço do principal para controlar o comportamento do agente, englobando desde ações de mensuração ou observação do comportamento do agente, assim como restrições orçamentárias, políticas de compensação e normas operacionais.

<sup>28</sup> Jensen e Meckling (1976, p. 5) colocam que em determinadas situações o principal pagará ao agente para utilizar seus recursos para garantir que o agente não adote ações que o prejudiquem (o principal). Além disso, o principal estabelecerá formas de compensação, caso o agente adote decisões que o prejudiquem.

<sup>29</sup> Tais medidas necessitam que tanto o principal quanto o agente incorram em custos, que Jensen e Meckling (1976) denominam de custos de agência, que são: custos de monitoramento pelo principal, custos de compensação pelo agente e perdas residuais. A magnitude desses custos, segundo o autor, variam de empresa para empresa, dependendo dos gostos dos administradores, da flexibilidade para tomar decisões que atendam a sua própria utilidade em detrimento a maximização do valor e dos custos de monitoramento e das atividades de compensação.

Furubotn e Ritcher (1998) esse é um tema de interesse da NEI, no que tange a busca por contrato de agência incompleto ótimo.

Jensen e Meckling (1976) ressaltam esse papel da teoria do agente-principal como uma possível resposta teórica aos conflitos entre acionista e administrador, oriundos da separação entre a propriedade e controle (FAMA; JENSEN, 1983a). Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976, p. 327) afirmaram que:

Os acionistas são principais, que certamente não podem observar em detalhes se o administrador, seu agente, está tomando decisões apropriadas. A teoria principal-agente fornece um instrumento para discutir a racionalidade do problema da “separação da propriedade e controle” que Adam Smith focou e que Berle e Means (1932) popularizou 157 anos mais tarde.<sup>30</sup>

Fama e Jensen (1983a) argumentam que a separação entre a propriedade e controle de grandes corporações pode ser estendida a outras organizações e que tal forma organizacional sobrevive tanto em decorrência dos benefícios da especialização do administrador e do compartilhamento dos riscos quanto pela separação entre as decisões de iniciação e implementação das funções de ratificação e monitoramento. Essa característica torna a separação entre controle e propriedade em uma forma organizacional eficiente, mesmo com a incidência de custos decorrentes de conflitos de agência entre o administrador e o proprietário.

De acordo com Fama e Jensen (1983a), os contratos entre administradores e acionistas em grandes corporações estabelecem a natureza dos direitos residuais e as funções que devem ser cumpridas pelos agentes no processo de decisão corporativa. Tais funções são divididas em quatro processos: 1) Iniciação, que corresponde a geração de propostas de utilização de recursos e estruturação dos contratos; 2) Ratificação, que engloba a escolha das propostas a serem implementadas; 3) Implementação, a execução das decisões ratificadas e 4) Monitoramento, observado pelas medidas de desempenho das relações dos agentes e implementação da respectiva compensação. Os autores assumem que as duas primeiras funções referem-se a decisões gerenciais e as últimas de decisões de controle, sendo que ambas representam os componentes do processo de decisão das organizações.

---

<sup>30</sup> *The stockholders are principals, who certainly cannot observe in detail whether the management, their agent, is making appropriate decisions. The principal agent theory provides an instrument to discuss the rationale of the “separation of ownership and control” problem which Adam Smith focused on and which Berle e Means (1932) popularized 157 years later.* (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 327, Tradução Livre).

O problema central na abordagem de Fama e Jensen (1983a) é se a separação em funções gerenciais e de controle, assim como os riscos compartilhados entre o principal e o agente são capazes de limitar a capacidade de que decisões individuais levem à expropriação dos direitos residuais dos agentes econômicos. Os autores ressaltam duas hipóteses complementares da relação entre a assunção de risco e o processo de decisão organizacional, que são: 1) Separação da assunção do risco residual da gestão da decisão conduzem à sistemas de decisão que separa a gestão da decisão do controle da decisão; 2) Combinação da gestão da decisão e do controle da decisão em poucos agentes leva à direitos residuais que são amplamente restritos a esses agentes.

Fama e Jensen (1983a) analisam que o controle dos problemas de agência no processo decisório é relevante quando a gestão é realizada pelo agente que não possui os maiores direitos residuais e conseqüentemente não assume os maiores riscos. Assim, sem um controle efetivo, aumenta a probabilidade do agente tomar decisões, que se distanciam dos interesses daqueles que assumem os maiores riscos e possuem os maiores direitos residuais. Assim, a discussão dos autores se concentra na ponderação entre a eficiência de se manter as funções do processo de decisão concentradas em um só ou poucos agentes ou que as funções de gestão e controle sejam assumidas por agentes diferentes, ou seja, em que momento os mecanismos de alinhamento de incentivo surtem mais efeito do que mecanismos de monitoramento no comportamento discricionário do agente.

Segundo Fama e Jensen (1983a), mecanismos de alinhamento de incentivo, que mantêm as funções de decisão e de controle em um único ou em poucos agentes estão mais aderentes a empresas menos complexas, na medida em que o montante dos riscos assumidos é menor. Nas grandes corporações, incluindo as companhias abertas, fundos de mútuo, entre outras, torna-se mais eficiente que as funções de decisão e controle sejam assumidas por agentes diferentes. Os autores afirmam que evidências dessa hipótese são observadas nas corporações mais complexas em termos de conhecimento específico e de direitos residuais, pois tal conhecimento e os direitos residuais são difusos e assim incorrer-se-á em mais custos para que seja compartilhado entre muitos agentes. Dessa forma, torna-se mais simples fazer a separação entre gestão e controle.

A hipótese de Fama e Jensen (1983a) sobre a separação entre a gestão e a assunção de riscos residuais sobre o sistema de decisão das organizações sustenta, segundo os autores, que os



principais mecanismos que separam a gestão do controle são os mesmos entre diferentes organizações, entre os quais se destacam: estrutura de decisão hierárquica, o sistema de monitoramento mútuo e o conselho de administração. Tais mecanismos são tratados como estruturas de governança interna às companhias e são amplamente testados em relação ao *reporting* financeiro.

## 2.4 Característica e Controle do *Reporting* Financeiro

### 2.4.1 Escolha Contábil

Na literatura, documentam-se tentativas de se estabelecer uma ou a definição de escolha contábil. Fields, Lys e Vincent (2001) trataram do assunto e destacaram a importância desta definição para analisar o papel da contabilidade, bem como a partir da mesma classificar a literatura sobre escolhas contábeis. Francis (2001) argumenta que uma definição de escolha contábil permite limitar o escopo desse fenômeno a partir da qual é possível observar os efeitos a que as escolhas contábeis estão submetidas e as conseqüências de sua adoção ou não.

Fields, Lys e Vincent (2001, p. 255) optaram por uma definição abrangente, na qual:

Uma escolha contábil é qualquer decisão cujo objetivo principal é influenciar (ou na forma ou na essência) o produto do sistema contábil em uma forma particular, incluindo não apenas os demonstrativos financeiros publicados de acordo com o GAAP<sup>31</sup>, mas também as declarações de imposto e os registros regulatórios.<sup>32</sup>

Para Fields, Lys e Vincent (2001), essa definição abrangente permite englobar várias finalidades das escolhas contábeis. Tais finalidades referem-se desde a escolha dos métodos de mensuração de estoque, o tratamento de *leasing*, formas de divulgação e o tempo na adoção de um novo padrão, assim como escolhas reais, que afetam diretamente o caixa da empresa, tais como a redução de gastos com pesquisa e desenvolvimento ou mesmo o

---

<sup>31</sup> GAAP é a abreviatura de *Generally Accepted Accounting Principles*.

<sup>32</sup> *An accounting choice is any decision whose primary purpose is to influence (either in form or substance) the output of the accounting system in a particular way, including not only financial statements published in accordance with GAAP, but also tax returns and regulatory filings.* (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001, p. 256, *Tradução Livre*)

aumento da produção a fim de reduzir a margem unitária dos custos fixos em relação a custo do produto vendido. (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

Um ponto ressaltado por Fields, Lys e Vincent (2001) é o da intenção gerencial, considerada uma questão chave, para os autores, na definição apresentada, principalmente no que tange as decisões reais. Tal intenção poderia afetar o produto do sistema contábil ou então poderia ser o resultado de outros fatores.

Francis (2001) discutiu o levantamento feito por Fields, Lys e Vincent (2001) e analisou a definição dada pelos últimos para escolha contábil, destacando que uma definição ampla e ambígua como a dos autores pode levar a uma disputa em relação ao que tem sido apreendido. A análise de Francis (2001) enfocou dois aspectos. O primeiro sobre a definição em si e sua relação com a natureza do tomador de decisão e com a natureza da escolha. O segundo aspecto focalizou sobre as conseqüências advindas da definição estabelecida por Fields, Lys e Vincent (2001).

Em relação a natureza do tomador de decisão, a exposição de Francis (2001) é controversa, pois em um primeiro momento a autora ressalta que se analisada literalmente a definição de Fields, Lys e Vincent (2001) engloba diversos agentes econômicos tomadores de decisão, tais como administradores, auditores, membros de comitê de auditoria e até mesmo grupos de regulamentadores, caso o foco seja o de implementação de orientações (padrões).

Por outro lado, Francis (2001) ressalta que grande parte das pesquisas desconsidera outros tomadores de gestão e enfatizam o papel do administrador, considerando que o mesmo é responsável por decidir sobre a adoção dos métodos contábeis. Para a autora, parece provável que este entendimento dos pesquisadores possui a mesma restrição implícita na discussão realizada por Fields, Lys e Vincent (2001), a qual direciona o foco nas escolhas feitas pelos administradores e ao mesmo tempo reconhece que as decisões gerenciais podem ser consideradas como um *trading off* de incentivos relacionados a outros agentes econômicos, que são afetados pelo produto do sistema contábil, sobre o qual o administrador tem poder de decisão.

Quanto a natureza da escolha, Francis (2001) argumenta que a definição abrangente de Fields, Lys e Vincent (2001) contempla várias decisões que afetam os números contábeis. Entre tais

decisões estão: 1) escolhas entre normas igualmente aceitáveis; 2) julgamentos e estimativas exigidas para implementar as normas contábeis geralmente aceitas; 3) decisões de divulgação; 4) decisões do momento oportuno para adotar uma norma contábil; 5) atividades de *lobby*; 6) escolhas sobre forma de exposição das informações contábeis; 7) decisões agregadas (sintéticas); 8) decisões de classificação; 9) decisões para estruturar as transações em determinadas formas, para realizar um resultado contábil desejado e 10) decisões reais de investimento e de produção. Francis (2001) considera a primeira escolha como sendo *hard*. A seguir, o Quadro 2 apresenta os exemplos mostrados pela autora, a fim de elucidar sua classificação, subsidiada pela definição, que considera ampla, de Fields, Lys e Vincent (2001).

**Quadro 2 - Classificação e Exemplos de Escolhas Contábeis de Francis (2001)**

<b>ESCOLHA CONTÁBIL</b>	<b>EXEMPLOS</b>
1) Escolhas entre normas igualmente aceitáveis	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Selecionar LIFO versus FIFO para avaliação de estoques;</li> <li>▪ Escolher entre os métodos de depreciação linear ou depreciação acelerada.</li> </ul>
2) Julgamentos e estimativas exigidas para implementar as normas contábeis geralmente aceitas	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estimar a vida útil estimada de ativos de longo prazo;</li> <li>▪ Provisão estimada para créditos de devedores duvidosos.</li> </ul>
3) Decisões de divulgação	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Quantidade de detalhes fornecido na descrição das políticas contábeis.</li> </ul>
4) Decisões do momento oportuno para adotar uma norma contábil	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Adoção precoce ou tardia de uma norma contábil.</li> </ul>
5) Atividades de <i>lobby</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Esforços para dissuadir o órgão regulador a favor ou contra o estabelecimento de uma determinada norma contábil.</li> </ul>
6) Escolhas sobre forma de exposição das informações contábeis	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Seleção entre as demonstrações e/ou entre que partes destas que serão evidenciadas.</li> </ul>
7) Decisões agregadas (sintéticas)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Medida em que tais componentes do lucro são expostos como itens em linhas separadas.</li> </ul>
8) Decisões de classificação	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Classificação dos títulos híbridos como patrimônio líquido versus passivo.</li> </ul>
9) Decisões para estruturar as transações em determinadas formas, para realizar um resultado contábil desejado	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Informações fora do balanço patrimonial.</li> </ul>
10) Decisões reais de investimento e de produção	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Redução de despesas com pesquisa e desenvolvimento ou publicidade.</li> </ul>

Fonte: Elaborado pela autora.

Francis (2001) classificou as escolhas contábeis de mais duas outras formas. A primeira se refere ao seu efeito no fluxo de caixa, a qual dividiu entre escolha real, como aquela com reflexos diretos no fluxo de caixa e escolha com nenhum efeito real, abrangendo escolhas relacionadas a eventos econômicos que afetam o resultado, mas não o fluxo de caixa. A segunda classificação é quanto ao tempo de efeito das escolhas contábeis sobre o lucro.

Francis (2001) observa que determinadas escolhas contábeis afetam o lucro imediatamente ou então no longo prazo, tais como a estimativa da vida útil de um ativo, e outras que afetam apenas partes componentes do lucro período a período, como a reversão na provisão de perda com empréstimos. Para a autora, as implicações de tal distinção são relacionadas ao fato de que: 1) determinadas escolhas são projetadas para afetar os padrões de lucro ao longo do tempo, tal como a reversão na provisão de perdas com empréstimos; 2) algumas para afetar os componentes do lucro período a período, como por exemplo, o reconhecimento de custos como despesas comerciais, quando estes em essência fazem parte dos custos dos produtos vendidos; e 3) outras para afetar tanto os componentes quanto os padrões ao longo do tempo, como é o caso dos encargos especiais relacionados a combinação de negócios que, segundo a autora, incluem inapropriadamente despesas operacionais futuras. (FRANCIS, 2001, p.311-312)

Em síntese, podem-se classificar as escolhas contábeis nas seguintes categorias, apresentadas no Quadro 3 a seguir:

**Quadro 3 Classificação das Escolhas Contábeis**

<b>Crítérios</b>	<b>Classificação</b>	<b>Exemplos</b>
1) Quanto ao impacto no lucro	a) Aumenta b) Diminui c) Permutativo	Depreciação Linear Depreciação Acelerada Reconhecimento de Empréstimos de Longo Prazo no Curto Prazo pelo decurso do tempo
2) Quanto ao processo contábil	a) Reconhecimento b) Mensuração c) Divulgação	Ativo ou Despesa Custo ou Valor de Mercado Balanço Patrimonial ou Notas Explicativas
3) Quanto à intenção de adoção <sup>33</sup>	a) Voluntária b) Obrigatória	Passivo Contingente Receita de Serviços
4) Quanto à hierarquia de método	a) Principal b) Intra-método	Depreciação Acelerada Definição da Vida Útil
5) Quando ao momento oportuno	a) Adoção Inicial b) Mudança de Padrão	Custo no Imobilizado <i>Fair Value</i> no Imobilizado

Fonte: Elaborado pela autora.

<sup>33</sup> Os critérios de intenção de adotar um método contábil em voluntário ou obrigatório pode ser em relação a 1) leis, regulamentos ou normas formalizadas; 2) políticas do governo, da empresa, dos financiadores, do mercado de capitais e de crédito e 3) conjunto aceito pelo setor.

## 2.4.2 Política Contábil

A definição do conjunto de escolhas de métodos contábeis é tratada por alguns autores como estratégia de lucro (ZIMIJSWIKI; HAGERMAN, 1981), como política contábil para fins de divulgação financeira (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 156) definem a política contábil como “[...] um conjunto de padrões, pareceres, interpretações, regras e regulamentos usados pelas empresas no processo de divulgação de informações financeiras.”

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 156) expõem que a adoção de uma política contábil pode ser estabelecida no nível da empresa ou seguindo à determinação de algum órgão regulamentador. No nível da empresa, as políticas contábeis seriam aquelas que refletiriam a escolha dos métodos mais adequados para comunicar os usuários das demonstrações financeiras a sua situação financeira. No âmbito da regulamentação, a política contábil se estabelece por meio de Leis, tais como a Lei de Valores Mobiliários (1934), nos Estados Unidos e a Lei das Sociedades por Ações (1964), no Brasil. Nos EUA, a lei de Valores Mobiliários (1934) criou a SEC e no Brasil, a CVM foi instituída pela Lei n.º 6.385 de 07 de Dezembro de 1976. A SEC e a CVM delegaram, em momentos distintos, mais tarde, seus poderes a órgãos específicos de estabelecimento de padrões contábeis.

Dentre os órgãos internacionais regulamentadores da política contábil estão o *International Accounting Standards Board* (Iasb) e o *International Federation of Accountants* (Ifac). Estes órgãos emitem normas contábeis válidas para o setor privado e setor público (especialmente o último). Internamente, cada país possui suas autoridades regulamentadoras próprias, entre os quais estão órgãos do poder público (oriundos do poder central, de secretarias e de agências reguladoras de setor), do mercado de crédito e de capitais e aqueles que representam os contadores e auditores.

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 156) informam que nos Estados Unidos da América (EUA) os principais órgãos regulamentadores da política contábil são a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e o *Fasb*. Além destes, outros órgãos como o Conselho de Padrões de Contabilidade Governamental, o Conselho de Padrões de Contabilidade para Ferrovias, o

Centro das Nações Unidas para Empresas Transnacionais, os Departamentos de Compras e Tributação do Governo Federal e a Associação Nacional dos Contadores. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Esses distintos órgãos de regulamentação da política contábil nos EUA possuem objetivos diferentes e segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p. 156) “ Cada um desses organismos [...] possui uma estrutura distinta e adota uma filosofia diferente em relação à formulação da política contábil.”

O relato de Hendriksen e Van Breda (1999) a respeito das diferentes filosofias dos órgãos regulamentadores da política contábil nos EUA pode ser estendido a todos os países. No Brasil, a regulamentação da política contábil até 2005 era estabelecida também por diversos órgãos, tais como Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel), Banco Central do Brasil (Bacen), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon), Secretaria da Receita Federal do Brasil (Srfb) e Superintendência de Seguros Privados (Susep).

A partir de 2005, a política contábil no Brasil passou a ser estabelecida pelo Comitê de Pronunciamento Contábil (CPC) criado pela Resolução CFC n.º 1.055 de 07 de Outubro de 2005 (CFC, 2005). O CPC surgiu, segundo seu Regimento Interno, da união de esforços e comunhão de objetivos entre: Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec), Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa), CFC, Ibracon e Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi). As políticas contábeis estabelecidas pelo CPC são ratificadas por outros órgãos normatizadores com poder instituído por lei, tais como: Aneel, Anatel, CVM, Bacen, Srfb.

### **2.4.3 Papel Contratual do *Reporting* Financeiro**

Watts (1977, p. 54) assume que as demonstrações contábeis são o resultado da interação entre a maximização de utilidades individuais dos agentes econômicos tanto no mercado quanto nos processos políticos. Isso implica que *reporting* financeiro apresentado sob a forma de demonstrações financeiras, fazem parte do equilíbrio dos contratos entre os agentes

econômicos, pois atuam como mecanismo de monitoramento do comportamento do agente. (JENSEN; MECKLING, 1976; WATTS, 1977)

O entendimento do sistema contábil como parte da teoria da firma assume a proposição inicial da existência de custos de transação (COASE, 1937). Essa suposição permitiu que estudos empíricos fossem feitos, assumindo os custos de agência e os custos de *lobby* e de informações. Tais estudos observaram o impacto das escolhas contábeis nas relações de agência vinculadas aos contratos de dívida e de remuneração dos administradores, bem como o comportamento lobista dos administradores no processo político, respectivamente (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983, WATTS; ZIMMERMAN, 1990).

Holthausen e Leftwich (1983) realizaram um levantamento de pesquisas empíricas sobre as conseqüências econômicas das escolhas obrigatórias e voluntárias das escolhas dos padrões e técnicas contábeis. Para Holthausen e Leftwich (1983, p. 77):

Escolhas contábeis têm conseqüências econômicas se mudanças nas regras usadas para calcular os números contábeis alteram a distribuição dos fluxos de caixa da empresa ou a riqueza das partes que usam esses números para os contratos ou para tomar decisões.<sup>34</sup>

Holthausen e Leftwich (1983) argumentam que as predições da “teoria das conseqüências econômicas” são direcionadas pelos custos contratuais e de monitoramento. Segundo os autores, tais custos são inerentes tanto aos arranjos contratuais a que as empresas estão submetidas, como os de remuneração gerencial e/ou de financiamento, quanto com a visibilidade política das empresas. (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983)

As “teorias das conseqüências econômicas” sustentam-se sob as bases do comportamento racional dos agentes econômicos e segundo Holthausen e Leftwich (1983, p. 83):

Se é custoso isolar o valor da empresa ou uma riqueza dos agentes pelas mudanças nos princípios contábeis, agentes racionais isolam eles mesmos apenas o ponto onde o benefício marginal de prevenir novas [outras] expropriações é igual ao custo marginal de novos (outros) isolamentos.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Accounting choices have economic consequences if changes in the rules used to calculate accounting numbers alter the distribution of firms’ cash flows, or the wealth of parties who use those numbers for contracting or decision making. (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983, p. 77, *Tradução Livre*)

<sup>35</sup> *If it is costly to insulate the value of the firm, or an agent’s wealth, from changes in accounting principles, rational agents insulate themselves only to the point where the marginal benefit of preventing further expropriation is equal to the marginal cost of further insulation.* (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983, p. 83, *Tradução Livre*)

Por outro lado, complementado esse argumento, Holthausen e Leftwich (1983) afirmam que:

Se as mudanças nas técnicas contábeis induzem a transferência de riqueza, agentes demandam compensações para transferir a riqueza esperada *ex ante*, dado que é muito caro isolar completamente os contratos dessas transferências de riqueza. A magnitude dos custos contratuais e de monitoramento coloca um limite superior por meio do qual mudanças nos números contábeis afetam o valor da empresa ou a riqueza dos agentes econômicos.<sup>36</sup>

Em síntese, Holthausen e Leftwich (1983, p. 79) afirmam que as pesquisas<sup>37</sup> sobre conseqüências econômicas das escolhas contábeis apresentavam algumas contribuições. Entre essas que: 1) Essas pesquisas assumiam que as escolhas de normas contábeis dos administradores e reguladores eram feitas por agentes racionais; 2) O desenvolvimento e os testes realizados nessas pesquisas permitiam aos pesquisadores da contabilidade a enfrentar questões ainda não resolvidas em outras áreas como finanças, ciência política e teoria das organizações; 3) Alguns dos testes realizados utilizaram dados ainda não explorados por outras pesquisas.

A ligação entre as duas abordagens parte do pressuposto levantado por Watts e Zimmerman (1990, p. 135) no qual os contratos que utilizam números contábeis não serão eficientes no alinhamento entre as partes contratuais caso os administradores possam escolher sem restrições os métodos contábeis. Por essa razão, os contratos restringem esse comportamento dos administradores, porém ainda permitem certa discricionariedade. Segundo os autores, tal discricção pode ser exercida de maneira eficiente, agindo os administradores no intuito de evitar custos de agência e assim aumentar a riqueza de todas as partes contratuais, mas também pode ser exercida de forma oportunista, na medida em que o administrador pode utilizar seu poder discricionário para transferir para si a riqueza de outras partes contratuais. (WATTS; ZIMMERMAN, 1990)

Christie e Zimmerman (1994) complementam ainda que a quantia relativa da eficiência e do oportunismo depende dos controles sobre o poder discricionário dos administradores para escolher os métodos contábeis. Esses controles abrangem, conforme Christie e Zimmerman

---

<sup>36</sup> *If accounting technique changes induce wealth transfers, agents demand compensation for expected wealth transfers ex ante, given it is too costly to completely insulate contracts from those wealth transfers. The magnitude of contracting and monitoring costs places an upper limit on the extent to which changes in reported accounting numbers affect the value of the firm or the wealth of economic agents.* (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983, p. 83, **Tradução Livre**)

<sup>37</sup> Essa pesquisa segundo os autores fundamentava-se na “teoria das conseqüências econômicas” das práticas contábeis. Como tratado neste estudo, tais pesquisas são fundamentadas em teorias econômicas.



(1994, p. 539), “monitoramento pelo conselho da administração, competição dos produtos no mercado e por dentro da empresa por outros administradores e a disciplina do mercado para o controle corporativo.”<sup>38</sup>

Contudo, Watts e Zimmerman (1990, p. 136), assumindo o argumento de Klein (1983), afirmam que o mecanismo de preços não elimina a possibilidade de atitudes oportunistas dos administradores em relação a escolha de métodos contábeis, o que justifica a existência de contratos *ex ante*, mesmo que incompletos (KLEIN, 1983), que diminuam a possibilidade da ocorrência de tais comportamentos, o que concorre, segundo os autores, para aumentar a probabilidade de sobrevivência da empresa em um ambiente competitivo (ALCHIAN, 1950; FAMA; JENSEN, 1983a, 1983b)

As proposições da abordagem contratual assumem que a escolha de determinado método contábil é motivada pelo fato de que os números contábeis fazem parte dos contratos implícita ou explicitamente (WATTS, 1974; HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; WATTS; ZIMMERMAN, 1986, 1990; HOLTHAUSEN, 1990; BALL, 1989; CRHISTIE, 1990; CHRISTIE; ZIMMERMAN, 1994). Christie e Zimmerman (1994) argumentam, contudo, que não foram estabelecidos critérios objetivos, os quais possibilitem diferenciar se os administradores adotam determinado método para maximizar o valor da empresa ou não.

O impacto da adoção de determinados métodos contábeis na riqueza das partes contratuais depende da magnitude dos custos dos contratos a que tais empresas estão submetidas (WATTS; ZIMMERMAN, 1990). Isso permite conjecturar que contratos baseados em números contábeis que possuem maiores custos de renegociação do que outros, caso haja alguma mudança obrigatória nos padrões contábeis, as empresas que possuem os contratos mais custosos serão mais afetadas do que aquelas com menores custos, *ceteris paribus*.<sup>39</sup> Outra conjectura possível, decorrente do efeito da magnitude dos custos, é a que empresas afetadas por custos maiores nas mudanças de procedimentos contábeis tenderão a fazer mais

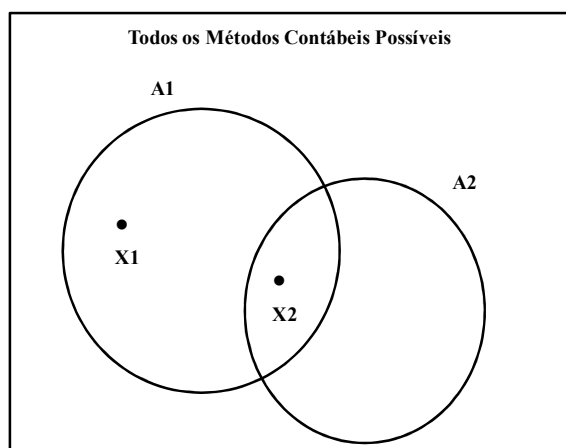
---

<sup>38</sup> [...] *monitoring by the board of directors, competition from the product markets and from within the firm by other managers, and the discipline of the market for corporate control.* (CHRISTIE; ZIMMERMAN, 1994, p. 539, *Tradução Livre*)

<sup>39</sup> Watts e Zimmerman (1990, p. 135) exemplificam tal situação da seguinte maneira: “[...] assumindo que os contratos de dívida baseados na contabilidade têm maiores custos de renegociação do que os planos de incentivo baseados na contabilidade. Então, mudanças obrigatórias nos procedimentos contábeis pelo FASB impõem maiores custos relativos sobre as empresas com contratos de dívida do que empresas com planos de incentivo, *ceteris paribus*.”

*lobby* ou tomar decisões que mudem suas políticas de produção, de financiamento ou contábeis mais caras, do que aquelas que não são tão afetadas.

Sob o enfoque da teoria contratual da firma, Watts e Zimmerman (1990) definem como “conjunto aceito” o conjunto de métodos contábeis estabelecido pelos contratos dentro do qual o administrador pode exercer seu poder discricionário. Os autores construíram um diagrama Venn, replicado a seguir na Figura 2, a fim de mostrar que dentro de um determinado conjunto aceito A1 (A2), estipulado *ex ante* pelas partes contratuais (no intuito de evitar a expropriação entre as mesmas e custos contratuais e, assim, maximizar o valor da empresa), os administradores podem escolher determinado método contábil X1 (X2) *ex post*, mesmo que este seja escolhido para maximizar sua própria utilidade, porém como está dentro do conjunto permitido, concorre, segundo os autores, para a maximização de todas as partes contratuais envolvidas.



**Figura 2 Relação entre o Conjunto Aceito dos Métodos Contábeis e a Escolha de Métodos Contábeis dentro de um Conjunto Aceito**

Fonte: Watts e Zimmerman (1990, p. 137)

Em que:

A1 denota o conjunto de métodos aceitos para a empresa 1.

A2 denota o conjunto de métodos aceitos para a empresa 2.

X1 denota a escolha de métodos dentro do conjunto aceito pela empresa 1.

X2 denota a escolha de métodos dentro do conjunto aceito pela empresa 2.

De qualquer maneira, segundo Watts e Zimmerman (1990) as escolhas de métodos contábeis feitas pelos administradores após a estipulação das cláusulas contratuais podem ainda redistribuir riqueza entre as partes contratuais, assim como podem agir no intuito de reduzir os

custos de agência e maximizar a riqueza de todos. Por essa razão, haveria a necessidade de se reformular continuamente os contratos.

Além disso, Watts e Zimmermann (1990) assumem que as variações entre os conjuntos de procedimentos contábeis aceitos nos contratos podem explicar determinadas variações *cross-sectional* nas escolhas contábeis adotadas pelos administradores. Contudo, conforme explicitam os autores, até o seu levantamento os estudos não faziam distinção entre os métodos contábeis aceitos nos contratos previamente estabelecidos pela empresa e aqueles que os administradores adotavam, no intuito de identificar quais eram compatíveis e quais aqueles que eram distintos.

Ressalta-se, novamente, que neste estudo, o *reporting* financeiro se refere à política contábil adotada pela empresa, englobando as escolhas de diferentes métodos de reconhecimento e mensuração, que estão dentro dos conjuntos aceitos nas relações contratuais, que as empresas objeto desse estudo estão submetidas. Optou-se, neste estudo, não incluir entre o conjunto de métodos contábeis, as escolhas referentes às formas de divulgação, por considerar que estas derivam das escolhas de reconhecimento e mensuração, bem como as maneiras de divulgar a informação tangenciam outra abordagem conceitual relacionada à Teoria da Informação, não contemplada nesse estudo.

Um conjunto de escolha é eficiente se tais escolhas são realizadas dentro do estipulado pelo contrato a que se refere. Isso implica que ao se fazer escolhas dentro de um conjunto determinado pelo contrato demonstra uma tendência a um arranjo contratual eficiente que minimiza o incentivo ao oportunismo gerencial por meio do alinhamento dos objetivos do principal ao do agente.

Holthausen e Leftwich (1983, p. 78) contrapõem-se ao argumento da teoria neoclássica, discutido anteriormente, da ausência de custos de transação. Os autores afirmam que assumindo a hipótese de que os contratos e o monitoramento são sem custo, não é racional para as empresas, investidores e políticos consumir recursos para discutir ajustes e mudanças de regras contábeis, assim como o comportamento lobista relacionado a aprovação ou não de algum padrão contábil. Além disso, para os autores, ao assumir que os custos contratuais e de monitoramento não existem é reconhecer que as escolhas de métodos contábeis não afetam o

valor da empresa e tão pouco a riqueza dos administradores, investidores, auditores e políticos.

Ao se assumir a existência de custos contratuais e de monitoramento, presume-se também o efeito das escolhas contábeis sob o valor da empresas e sob a riqueza dos diversos agentes econômicos (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; WATTS; ZIMMERMAN, 1990). Holthausen e Leftwich (1983) ainda destacam que as consequências econômicas das mudanças dos métodos contábeis relacionam-se a modificação na distribuição dos fluxos de caixa esperados da empresa ou então aos créditos das diversas partes nesses fluxos de caixa e que estes efeitos dependem do tipo de custos do contrato e do monitoramento.

Holthausen (1990, p. 207) afirma que:

A perspectiva da eficiência contratual em relação a escolha contábil implica que os métodos contábeis, tal como a forma de organização escolhida ou a forma dos contratos escritos, será selecionada para minimizar os custos de agência entre as várias partes da empresa. Essa otimização resultará na maximização do valor da empresa.<sup>40</sup>

Segundo Watts e Zimmerman (1990, p. 134), existem três tipos de transações nas quais os custos contratuais estão presentes, que são 1) transações de mercado, 2) transações interna às empresas e 3) transações nos processos políticos. Cada uma dessas transações está exposta a custos diferentes, conforme ressaltam os autores:

[...] (1) transações de mercado (ex. venda de nova dívida ou patrimônio líquido exige honorários legais e custos de subscrição), (2) transações internas para as empresas (ex. um esquema de preço de transferência baseado no custo é custoso manter e pode produzir decisões disfuncionais) e (3) transações nos processos políticos (ex. contratos governamentais firmados ou regulações governamentais evitadas exigem custos de *lobby*).<sup>41</sup>

Para Holthausen e Leftwich (1983, p. 77-78), “Os custos contratuais e de monitoramento englobam os custos de projeto, negociação, registro e avaliação da conformidade com contratos implícitos e escritos.”

---

<sup>40</sup> *The efficient contracting perspective with respect to accounting choice implies that accounting methods, like the form of organization chosen or the form of contracts written, will be selected to minimize agency costs amongst the various parties to the firm. This optimization will result in maximizing the value of the firm.* (HOLTHAUSEN, 1990, p. 201, **Tradução Livre**)

<sup>41</sup> [...] (1) market transactions (e. g., selling new debt or equity requires legal fees and underwriting cost), (2) transactions internal to the firm (e. g., a cost-based transfer price scheme is costly to maintain and can produce dysfunctional decisions) and (3) transactions in the political process (e. g., securing governments contracts or avoiding governments regulation requires lobbying cost). (WATTS; ZIMMERMAN, 1990, p. 134, **Tradução Livre**)

Além disso, Watts e Zimmerman (1990, p. 134-135) afirmam que:

[...] custos contratuais consistem em custos de transações (ex. honorários de corretagem); custos de agência (ex. custos de monitoramento, custos de emissão de dívida e perdas residuais de decisões disfuncionais); custos de informação (ex. custos de ficar informado); custos de renegociação (ex. custos de reescrever os contratos existentes devido que o contrato existente está obsoleto por algum evento inesperado e custos de falência (ex. custos legais de falência e custos de decisões disfuncionais)<sup>42</sup>

Segundo Holthausen e Leftwich (1983, p. 82-83):

Os custos contratuais englobam os custos de avaliação, negociação, registro e de renegociação dos termos dos contratos. Custos de monitoramento são os custos de torna-se informado sobre o desempenho no âmbito dos contratos e de avaliação da conformidade com os termos do contrato.<sup>43</sup>

As implicações dos custos contratuais e de monitoramento podem divergir com a transação, de acordo com Watts e Zimmerman (1990) e com os tipos de custos conforme Holthausen e Leftwich (1983). Holthausen e Leftwich (1983) consideram quatro relações entre os fluxos de caixa das empresas e números contábeis informados, que são: 1) Plano de Remuneração dos administradores; 2) regulações governamentais; 3) contratos de empréstimos e 4) visibilidade política.<sup>44</sup> Testes empíricos se dedicaram a observar sistematicamente essas relações.

#### **2.4.4 Papel Contratual do *Reporting* Financeiro entre Administradores, Conselheiros e Acionistas**

Os planos de remuneração dos administradores são contratos de incentivo feitos entre o acionista e o administrador no intuito de alinhar seus interesses. Esse alinhamento

---

<sup>42</sup> *Contracting cost consist of transaction cost (e. g., brokerage fees), agency cost (e.g., monitoring cost, bonding cost, and the residual loss from dysfunctional decisions), information cost (e.g., the cost of becoming informed), renegotiation cost (e. g., the cost of rewriting existing contracts because the extant contract is made obsolete by some unforeseen event), and bankruptcy cost (e.g., the legal cost of bankruptcy and the cost of dysfunctional decisions).* (WATTS; ZIMMERMAN, 1990, p. 134-135, **Tradução Livre**)

<sup>43</sup> *Contracting costs encompass the costs of evaluating, negotiating, writing and renegotiating the terms of the contracts. Monitoring costs are the costs of becoming informed about performance under contracts, and evaluating compliance with the terms of the contract.* (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983, p. 82-83, **Tradução Livre**)

<sup>44</sup> Holthausen e Leftwich (1983) ressaltam que outra possível relação se refere a tributos, porém que esta não seria tratada como tal em seu estudo. Para fins de tributação, as empresas podem escolher determinados métodos contábeis e incorrer em custos contratuais como os de duplicação de manutenção de registros, assim como incorrer em outros tributos que possam ser baseados em números contábeis divulgados externamente. Além disso, existe, segundo os autores, uma maior probabilidade das autoridades tributárias adotarem regras de mensuração definidas anteriormente por normas contábeis.

fundamenta-se no argumento de que se os administradores forem remunerados com base em medidas de desempenho, tais como os lucros contábeis, estes irão envidar esforços para aumentar o valor da empresa, aumentando não apenas a sua riqueza, mas também a do acionista e por via de conseqüência a de todos os agentes econômicos relacionados a empresa.

Dessa forma, as escolhas de métodos contábeis voluntárias e obrigatórias influenciam a riqueza dos administradores, que são remunerados com base em medidas de desempenho contábeis. Ressalta-se que a característica do plano de remuneração orienta se haverá ou não efeito e em havendo qual será a sua magnitude, pois para contratos preparados para mudanças nos números contábeis, não serão influenciados por esses números. (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; HEALY, 1985)

De acordo com a literatura, há duas formas de intervenção dos administradores em função dos planos de remuneração dos administradores. A primeira pela manipulação direta das escolhas contábeis, na qual a escolha de determinada regra contábil ocorre em função da característica do incentivo relacionado ao plano de remuneração gerencial, geralmente identificada empiricamente por meio da propensão gerencial de adotar procedimentos contábeis que aumentam o lucro. (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001). A segunda por meio das decisões de investimento e de financiamento da empresa, no intuito de impedir efeitos desfavoráveis das mudanças contábeis no pagamento de suas remunerações (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

Holthausen e Leftwich (1983, p. 84) afirmam que:

[...] mudanças nas regras contábeis têm conseqüências econômicas e existem incentivos para os administradores gastarem recursos para mudar voluntariamente a princípios contábeis diferentes ou para fazer *lobby*<sup>45</sup> a favor ou contra as mudanças nas regras contábeis obrigatórias propostas<sup>46</sup>.

Zmijewski e Hagerman (1981) assumem que a teoria desenvolvida por Watts e Zimmerman (1978), que está sustentada na proposição do comportamento oportunista dos administradores.

---

<sup>45</sup> As questões relacionadas ao comportamento lobista de administradores em relação ao estabelecimento de padrões e/ou normas contábeis vem sendo estudado, observando as mesmas hipóteses que os estudos sobre escolhas contábeis. Para aprofundamento ver modelo de Watts e Zimmerman (1978). Cabe ressaltar, que esse objeto não será investigado neste estudo.

<sup>46</sup> [...] *changes in accounting rules have economic consequences and there are incentives for managers to spend resources to voluntarily switch to different accounting principles, or to lobby for or against proposed mandatory accounting rule changes.* (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983, p. 84, *Tradução Livre*)

Os autores afirmam que existem duas formas de aumentar a remuneração dos administradores: 1) pelo aumento do valor dos planos de opções de ação; ou 2) pelo aumento do caixa pago por meio dos bônus pagos em dinheiro.

Zmijewski e Hagerman (1981) apontam os mesmos fatores que aumentam a riqueza gerencial exemplificados por Watts e Zimmerman (1978), que são: 1) pagamento de tributos reduzidos ou adiados; 2) regulações favoráveis; 3) redução de custos políticos; 4) redução dos custos de informação e 5) aumento do lucro utilizado como base de cálculo dos incentivos. Zmijewski e Hagerman (1981, p. 131) afirmam que “o aumento do fluxo de caixa da empresa dos primeiros quatro fatores levaria, *ceteris paribus*, a um maior preço das ações, enquanto que o último fator resultaria em um aumento direto na compensação gerencial.”<sup>47</sup>

Zmijewski e Hagerman (1981, p. 131) ainda acrescentam que:

Com base nessa lógica, os administradores fariam *lobby* a favor e escolheriam essas políticas contábeis que diminuem ou postergam pagamento de imposto, auxiliam em uma regulação (ou decisão dos reguladores) favorável e segura, diminuem os custos políticos, reduzem os custos de produção da informação e/ou aumentam os bônus em dinheiro dos administradores. Exceto para a redução dos custos de informação que diretamente reduz a saída de caixa, as políticas contábeis afetam esses fatores pelo impacto que eles têm sobre o lucro líquido informado.<sup>48</sup>

As conseqüências econômicas das escolhas contábeis nos contratos de remuneração gerencial dependem da existência de custos de transação, os quais ocorrem *ex ante* na negociação e/ou monitoramento ou *ex post* na renegociação e/ou ajustes do contrato. Segundo Holthausen e Leftwich (1983), tais conseqüências são objeto de análise dos conselhos de remuneração, os quais tentam contrabalancear os incentivos e os seus efeitos no valor da empresa com os respectivos custos contratuais e de monitoramento.

Holthausen e Leftwich (1983, p. 84-85) argumentam, por fim, que:

Negociação e renegociação custosos são necessários, mas não suficientes, para produzir uma relação causal entre os números contábeis, o valor da empresa e a riqueza dos administradores.

---

<sup>47</sup> *Increased firm cash flows from the first four factors would, ceteris paribus, lead to higher stock prices, while the last factor would result in a direct increase in management compensation. (ZMIJEWSKI;HAGERMAN, 1981, p. 131, Tradução Livre)*

<sup>48</sup> *Based on this logic, managers will lobby for and choose those accounting policies which decrease or defer tax payments, help secure favorable regulations (or decisions by regulators), decrease political costs, decrease information production costs, and/or increase managers' cash bonuses. Except for the reduction of information production costs which directly decrease cash outflows, accounting policies affect these factors by the impact they have on reported net income. (ZMIJEWSKI;HAGERMAN, 1981, p. 131, Tradução Livre)*

administradores racionais se antecipam na medida em que o valor de seus recursos humanos reduz se eles oportunisticamente tomam ações que aumentam a sua própria riqueza, mas não maximizam o valor da empresa.<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> *Costly negotiation and renegotiation are necessary, but not sufficient, to produce a causal link between accounting numbers, the value of the firm and the wealth of managers. Rational managers anticipate the extent to which the value of their human capital falls if they opportunistically take actions that increase their own wealth, but do not maximize the value of the firm. (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983, p. 84-85, Tradução Livre)*



## 2.5 Evidências de Pesquisas Anteriores

Na literatura contratual, as evidências do comportamento oportunista do administrador no *reporting* financeiro são descritas como indícios de gerenciamento de resultado. Gerenciamento de resultado é descrito como o comportamento discricionário do administrador, que se utiliza das possibilidades de julgamento permitido pelas regras e padrões contábeis para reportar financeiramente um desempenho, que não corresponde ao resultado econômico subjacente e com isso obter benefícios privados (HEALY; WAHLEN, 1999).

Segundo Healy and Wahlen (1999, p. 368):

Gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores usam o julgamento nos relatórios financeiros e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros ou para induzir ao erro alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico subjacente da empresa ou para influenciar resultados contratuais que dependem das práticas contábeis reportadas.<sup>50</sup>

Para minimizar o comportamento oportunista do administrador, os contratos de compensação incluem mecanismos de alinhamento de incentivo entre o administrador e o acionista. Esses mecanismos evoluíram da vinculação da compensação ao lucro às medidas de mercado, como percentual de ações e também opções de ações, bem como estabeleceram disposições contratuais para a demissão dos administradores por baixo desempenho (JENSEN; MURPHY, 2010).

Pesquisas nesse âmbito têm encontrado uma relação positiva entre o mecanismo de alinhamento de incentivo e os *accruals* discricionários, seja observando escolhas contábeis individuais, como em Dhaliwal, Salomon e Smith (1982), Dey et al. (2008); portfólio de escolhas contábeis de Hagerman e Zmijewski (1979); Zmijewski e Hagerman (1981) ou utilizando modelos para identificar *accruals* anormais, como os especificados por Healy (1985) e Gaven, Gaven e Austin (1995).

---

<sup>50</sup> *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 practices.* (HEALY; WAHLEN, 1999, p. 368, **Tradução Livre**)

Adicionalmente, a literatura contratual prediz que mecanismos de monitoramento, denominados de estruturas de governança, são efetivos na restrição do comportamento oportunista do administrador. Assim, diversos estudos evidenciam uma relação negativa entre os mecanismos de monitoramento e *accruals* discricionários, tais como Warfield, Wild e Wild (1995); Dechow, Sloan e Sweeney (1996), Beasley (1996), (Klein (2002a e 2002b).

Por fim, a literatura se desenvolveu para observar o conjunto de mecanismos contratuais, ou seja, avaliar os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento em um mesmo desenho de pesquisa. Os resultados dessas investigações apontam para um maior poder explicativo dos mecanismos de monitoramento em relação aos de alinhamento de incentivo, como, por exemplo, nas pesquisas de Dey (2008) e Cornett, Marcus e Tehranian (2008).

A seguir serão detalhadas as evidências das pesquisas anteriores a respeito dos mecanismos de alinhamento de incentivo, dos mecanismos de monitoramento e da complementariedade entre os dois na restrição do comportamento oportunista do administrador no *reporting* financeiro.

### **2.5.1 Mecanismos de Alinhamento de Incentivo**

As pesquisas sobre os mecanismos de alinhamento de incentivo examinaram a relação entre o *reporting* financeiro e o *design* dos contratos de compensação dos executivos, sua estrutura de incentivos e de substituição do administrador (LAMBERT, 2001; BUSHMAN; SMITH, 2001). Duas relações são propostas na literatura:

- 1) Relação positiva entre o plano de remuneração vinculado aos lucros contábeis e as escolhas contábeis que aumentam o lucro.
- 2) Relação negativa entre o plano de remuneração vinculado em medidas de preços das ações e as escolhas contábeis que aumentam o lucro ou *accruals*.

Algumas pesquisas investigaram os determinantes do pagamento de executivo em predições de modelos de agência em períodos simples, como Holmstrom (1979) e Banker e Datar (1989). Contudo, o mais promissor caminho no entendimento desse tipo de contrato é o adotado por Demski e Sappington (1999), que assumem que os contratos de compensação de

executivos são contratos que se desenvolvem em multiperíodos. Durante a vigência desse contrato, o administrador realiza diversas ações no decorrer do tempo e tais ações são observadas por meio de seu efeito no desempenho ao longo do período de vigência do contrato. Medidas de desempenho para avaliar o comportamento do administrador foram estudadas por Dikolli (2001), Dutta e Reichelstein (2003, 2005) e Dutta e Zhang (2002), sendo que os dois primeiros focam na política e na disposição do administrador em fazer os investimentos e a segunda observa a influência dos princípios contábeis. Outras ainda, como as de Balsam (1998) e Gaver (1998) examinaram o efeito das escolhas contábeis discricionárias na compensação dos altos executivos e ainda Peterson, Millar e Rimbey (1996) observou o impacto das escolhas contábeis em relação a participação acionária e a política de dividendos.

De uma forma geral, a maioria das pesquisas observou a relação entre plano de incentivo e escolhas contábeis utilizando medida dicotômica, assumindo = 1 se existe plano de remuneração vinculado ao lucro e 0 caso contrário. Utilizaram essa medida: Zmijewski e Hagerman (1981), Dey et al (2008), Beatty e Weber (2005), Bowen, Noreen e Lacey (1981), El-gazzar, Lilien e Pastena (1986), Hagerman e Zmijewski (1979), Collins, Rozeff e Dhaliwal (1981), Watts e Zimmerman (1978), Holthausen (1981).

Outras pesquisas assumiram a medida proposta por Healy (1985), que utilizou variáveis *dummies* interativas em seu modelo de *accruals* e fez comparações para saber se havia diferença em termos de limites de bônus. Tal medida foi utilizada também por Gaven, Gaven e Austin (1995); Guidry, Leone e Rock (1999); Holthausen, Larcker e Sloan (1995).

### **2.5.1.1 Plano de incentivo Vinculado ao Lucro**

Uma das primeiras *proxies* de mecanismos de alinhamento de incentivo testadas na literatura foi a vinculação do plano de incentivo do administrador ao lucro, que ensejou na Hipótese do Plano de Incentivo, amplamente testada e evidenciada na literatura contábil.

Hagerman e Zmijeswki (1979, p. 145) afirmaram que:

Se os esquemas de incentivo dos administradores estão relacionados aos lucros contábeis, espera-se que os administradores tenham incentivos para usar princípios

contábeis que aumentem os lucros contábeis se parte desses lucros é derivado de planos de incentivo.<sup>51</sup>

Por sua vez, Watts e Zimmerman (1986, p. 208) assumiram que “(...). *Ceteris paribus*, administradores de empresas com planos de incentivo são mais prováveis de escolher procedimentos contábeis que trocam lucros reportados de períodos futuros para o período atual”<sup>52</sup>.

A predição da hipótese do plano de incentivo implicava em uma relação positiva entre a existência de plano de incentivo vinculado ao lucro e escolhas contábeis que aumentam o lucro. Evidências dessa hipótese foram obtidas utilizando diversos métodos de pesquisa por vários trabalhos, entre eles, pode-se citar: Watts e Zimmerman (1978), Hagerman e Zmijeswki (1979), Holthausen (1981), Zmijeswki e Hagerman (1981), Collins, Rozeff e Dhaliwal (1981), Bowen, Noreen e Lacey (1981), Healy (1985), El-Gazzar, Lilien e Pastena (1986), Malmquist (1990), Beatty e Weber (2005).

Hagerman e Zmijeswki (1979) investigaram os determinantes da escolha da política contábil e entre eles fizeram o teste da hipótese do plano de incentivo. Os autores desenvolveram uma medida de portfólio de escolhas contábeis, baseados em quatro conjuntos de alternativas, que julgaram mais prováveis de serem usados. Tais conjuntos foram testados individualmente, pois seu efeito no lucro líquido era considerado pelos autores ambíguo e essas medidas eram usualmente divulgadas no relatório anual da empresa. Dentro desses critérios foram eleitas quatro escolhas: 1) método de avaliação de estoque, entre *Last In First Out* (Lifo)<sup>53</sup> e *First In First Out* (Fifo)<sup>54</sup>, sendo assumido que a primeira reduz o lucro e a segunda aumenta o

<sup>51</sup> *If management incentive schemes are related to accounting earnings we expect that management has an incentive to use accounting principles that increase accounting earnings if part of their income is derived from incentive plans.*

<sup>52</sup> “(...). *Ceteris paribus*, managers of firms with bonus plans are more likely to choose accounting procedures that shift reported earnings from future periods to the current period.”

<sup>53</sup> *Last In First Out* (Lifo), em português, Última a Entrar é a Primeira a Sair (Ueps), é um método de avaliação de estoque, quando esse é controlado permanentemente, no qual o valor das últimas unidades adquiridas, antes da venda, será aquele alocado às primeiras unidades vendidas, o que significa que o valor (custo) das últimas unidades adquiridas serão os primeiros reconhecidos como custo das mercadorias vendidas (WEYGANDT; KIESO; KIMMEL, 2005, p. 257 e 275). No Brasil, a legislação fiscal não permite que os estoques sejam por esse método, de acordo com disposto no Art. 295 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR), instituído pelo Decreto n.º 3.000 de 26 de março de 1999, conforme o Decreto-Lei n.º 1.598, de 1977, art. 14, § 2º, a Lei n.º 7.959, de 21 de dezembro de 1989, art. 2º, e a Lei n.º 8.541, de 1992, art. 55). O Pronunciamento Técnico do CPC n.º 16(R1) sobre Estoques (CPC, 2009) também não inclui entre as possibilidades de avaliação de estoque o Ueps.

<sup>54</sup> *First In First Out* (Fifo), cuja tradução para o português é Primeira a Entrar Primeira a Sair (Peps), é o método de avaliação permanente de estoques cujo valor atribuído ao custo de mercadorias vendidas é o das unidades

lucro<sup>55</sup>; 2) método de depreciação, entre a depreciação acelerada (método de saldos decrescentes e da soma dos dígitos do anos) e depreciação linear, os primeiros tratados como uma escolha que reduz o lucro e a última que aumenta o lucro; 3) tratamento do crédito fiscal, entre o método da não alocação (*Flow-through method*) e o método do diferimento, sendo o primeiro resulta em um maior lucro líquido no período inicial, o que o configura como uma escolha que aumenta o lucro e o segundo é tratado como uma escolha que reduz o lucro; 4) A amortização dos custos de pensão de serviços prestados, entre amortizá-los no mínimo de 10 anos e no máximo de 40 anos. Os autores assumem que quanto maior o período de amortização maior o lucro. Assim, período de menos de 30 anos (mediana da amostra) foi tratado pelos autores como uma escolha que diminui o lucro e acima disto, que aumenta o lucro. Os autores agruparam o portfólio em dois grupos, estabelecendo o código 1 se a política aumentou o lucro e 0 se a política reduziu o lucro.

A amostra da pesquisa de Hagerman e Zmijewski (1979) foi de 300 empresas escolhidas aleatoriamente entre os setores não regulamentados do banco de dados do *Center for Research in Security Prices* (Crsp), que apresentavam os dados para o ano de 1975 em seus relatórios anuais e o relatório da SEC 10K<sup>56</sup>. A variável independente de plano de incentivo foi medida utilizando uma variável *dummy* para 1 se há um plano de opções de ações para os administradores e 0 caso não haja, examinados nos demonstrativos financeiros e nos relatórios 10K.

Os resultados de Hagerman e Zmijewski (1979) não se mostraram significativos para o portfólio de escolhas. As regressões univariadas indicaram uma relação positiva e significativa a 1% entre o plano de incentivo e a escolha do método de estoque e a 10% com o método de depreciação e o tratamento de crédito tributário. A amortização dos custos de pensão não foi significativa.

---

disponíveis adquiridas, antes das vendas, há mais tempo. No Brasil, esse critério de avaliação é permitido tanto pela legislação fiscal (BRASIL, 1999) quanto pela societária (CPC, 2009). Para a legislação fiscal, além desse método, é permitido o custo médio e o preço de venda, subtraído da margem de lucro (BRASIL, 1999) e para a legislação societária, além do Peps, é aceito o custo médio ponderado (CPC, 2009).

<sup>55</sup> Para controlar os efeitos tributários dessa variável, os autores incluíram em seu modelo a taxa de imposto efetiva, sendo que a maior taxa de imposto efetiva gera mais custo para uma empresa que usa Fifo (HAGERMAN; ZMIJEWSKI, 1979).

<sup>56</sup> O Formulário 10K é exigido pela SEC e deve ser elaborado pelas empresas de capital aberto, que por meio desse relatório apresentam seus relatórios anuais, o que permite uma visão global do negócio da empresa, sua condição financeira, incorporando as demonstrações financeiras auditadas. A SEC é autoridade norte-americana, que regula o mercado de capitais, similar no Brasil ao papel desempenhado pela CVM (SEC, 2010).

Em outro estudo, Zmijewski e Hagerman (1981, p. 131) continuaram sua pesquisa em torno dos determinantes da política contábil, utilizando como a estratégia conjunta de escolhas, pois segundo os autores evidências de Hagerman e Zmijewski (1979) podem indicar que diferentes processos de decisão são usados para cada política ou então que as políticas testadas não são políticas individuais, ou seja, são influenciadas por outras escolhas. Essa suposição permite aos autores argumentar que:

Baseado nos fatores econômicos que influenciam essas decisões, administradores tentarão alcançar o lucro líquido reportado ótimo ao longo do tempo e escolherão um conjunto de políticas contábeis conseqüentes. Essencialmente, os administradores adotarão uma estratégia de lucro multi-dimensional para a empresa com cada política sendo uma dimensão para essa decisão.<sup>57</sup>

Consistente com esse entendimento, Zmijewski e Hagerman (1981) optaram por adotar as mesmas quatro escolhas de Hagerman e Zmijewski (1979), divididas em duas escolhas para cada política, aquelas que aumentam o lucro e as que o reduzem, resultando em 16 combinações, que podem ser adotadas pelas empresas. O Quadro 4 apresenta as 16 estratégias, englobando as quatro escolhas e os dois efeitos no lucro.

---

<sup>57</sup> *Based on the economic factors which influence these decisions, managers will attempt to achieve the optimal reported net income over time and will choose a set of accounting policies accordingly. Essentially, management will adopt a multi-dimensional income strategy for the firm, with each policy being one dimension of that decision.* (ZMIJEWSKI;HAGERMAN, 1981, p. 133, **Tradução Livre**)

Quadro 4 16 Estratégias de Lucro de Zmijeswki e Hagerman (1981)

Estratégia	Depreciação	Estoque	Amortização dos Custos Pensão	Tratamento do Crédito Tributário
1	Acelerada	LIFO	< 30 Anos	Diferimento
2	Acelerada	LIFO	> 30 Anos	Diferimento
3	Acelerada	LIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
4	Acelerada	LIFO	> 30 Anos	Não-Alocação
5	Linear	LIFO	< 30 Anos	Diferimento
6	Acelerada	FIFO	< 30 Anos	Diferimento
7	Linear	LIFO	> 30 Anos	Diferimento
8	Acelerada	FIFO	> 30 Anos	Diferimento
9	Linear	LIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
10	Acelerada	FIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
11	Linear	LIFO	> 30 Anos	Não-Alocação
12	Acelerada	FIFO	> 30 Anos	Não-Alocação
13	Linear	FIFO	< 30 Anos	Diferimento
14	Linear	FIFO	> 30 Anos	Diferimento
15	Linear	FIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
16	Linear	FIFO	> 30 Anos	Não-Alocação

Política	0 = diminui o lucro	1 = aumenta o lucro
Depreciação	Acelerada	Linear
Estoque	LIFO	FIFO
Amortização de pensão	<30 Anos	> 30 Anos
Tratamento do crédito fiscal	Diferimento	Não-Alocação

Zmijewski e Hagerman (1981) estabeleceram um *ranking* de estratégia de lucros de maneira arbitrária, justificando que não encontraram nenhum critério de classificação disponível na literatura. Tal classificação foi feita com base em suposições, consideradas razoáveis pelos autores e que resultaram em três possíveis conjuntos de estratégias de lucro.

O primeiro conjunto classificou as escolhas em cinco estratégias em relação ao efeito no lucro, partindo de um extremo de escolhas mais conservadoras, na qual todas reduzem o lucro até a mais liberal, onde todas as escolhas aumentam o lucro. Essa classificação sustentou-se na suposição de que todas as quatro escolhas possuem o mesmo efeito no lucro. As cinco estratégias estabelecidas foram: 1) políticas que reduzem o lucro por todos os quatro métodos; 2) uma política que aumenta o lucro e três políticas que reduzem o lucro; 3) duas políticas que aumentam o lucro e duas políticas que reduzem o lucro; 4) três políticas que aumentam o lucro e uma que reduz o lucro; e 5) todas as políticas que aumentam o lucro. O Quadro 5 apresenta tais estratégias.

**Quadro 5 Ranking do Conjunto de 5 Estratégias de Lucro de Zmijewski e Hagerman (1981)**

<b>Ranking Estratégia</b>	<b>P</b>	<b>Depreciação</b>	<b>Estoque</b>	<b>Amortização dos Custos Pensão</b>	<b>Tratamento do Crédito Tributário</b>
1. Todas as políticas reduzem o lucro	0	Acelerada	LIFO	< 30 Anos	Diferimento
2. Uma política que aumenta o lucro e três políticas que reduzem o lucro	0,25	Acelerada	LIFO	> 30 Anos	Diferimento
		Acelerada	LIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
		Linear	LIFO	< 30 Anos	Diferimento
		Acelerada	FIFO	< 30 Anos	Diferimento
3. Duas políticas que aumentam o lucro e duas políticas que reduzem o lucro	0,50	Acelerada	LIFO	> 30 Anos	Não-Alocação
		Linear	LIFO	> 30 Anos	Diferimento
		Acelerada	FIFO	> 30 Anos	Diferimento
		Linear	LIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
		Acelerada	FIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
4. Três políticas que aumentam o lucro e uma política que reduz o lucro	0,75	Linear	LIFO	> 30 Anos	Não-Alocação
		Acelerada	FIFO	> 30 Anos	Não-Alocação
		Linear	FIFO	> 30 Anos	Diferimento
		Linear	FIFO	< 30 Anos	Não-Alocação
5. Todas as políticas aumentam o lucro	1	Linear	FIFO	> 30 Anos	Não-Alocação

O segundo conjunto estabelecido por Zmijewski e Hagerman (1981) foi classificado de acordo com a suposição, também arbitrária, de que as escolhas de custos de pensão e tratamento do crédito fiscal tem exatamente a metade dos efeitos das escolhas de avaliação de estoque e método de avaliação. De tal classificação foi obtido um conjunto de sete estratégias de lucro. E o terceiro grupo foi formado, assumindo que as escolhas de custos de pensão e de crédito tributário tem uma estratégia em que contemplam as mesmas alternativas que ora aumentam o lucro ora reduzem e nas demais estratégias permanecem com o critério de metade do efeito das alternativas de avaliação de estoque e de depreciação sobre o lucro líquido. Essa suposição resulta em um conjunto de nove estratégias de lucro. Os autores não encontraram resultados significantes para esses dois conjuntos de estratégia, por isso não serão detalhados da mesma maneira que o primeiro conjunto.

Zmijewski e Hagerman (1981) fizeram o teste de sua hipótese para plano de incentivo, usando um modelo *probit* multinomial, tendo como medida para plano de incentivo gerencial uma *dummy*, que indica 1 para a existência de plano de participação gerencial nos lucros baseado no lucro líquido reportado e 0 caso contrário. A amostra dos autores estava composta de 34 empresas reguladas, presentes também na amostra de Watts e Zimmerman (1978) e 300 empresas não reguladas, constantes também na amostra de Hagerman e Zmijewski (1979), sendo que 21 das 34 da amostra de Watts e Zimmerman (1978) também estavam na amostra de Hagerman e Zmijewski (1979). Os autores utilizaram como coleta de dados os relatórios



anuais e o relatório 10k do ano de 1975 das empresas. Os resultados de Zmijewski e Hagerman (1981) foram que a existência de plano de incentivo gerencial é significativa em torno de 5% para as três estratégias de lucro estabelecidas, que corrobora com a hipótese do plano de incentivo.

O Quadro 6 expõe os estudos empíricos do plano de incentivo aos administradores em relação ao portfólio de escolhas contábeis, utilizados por Hagerman e Zmijewski (1979) e Zmijewski e Hagerman (1981).

**Quadro 6 Estudos Empíricos da Proposição do Comportamento Oportunista do Plano de Incentivo do Portfólio de Escolhas Contábeis**

Estudo (Ano)	Hipótese	Portfólio	Mensuração	Plano de Incentivo (Medida)	Modelo	Amostra	Resultado
Hagerman e Zmijewski (1979)	Se o plano de remuneração dos administradores está relacionado ao lucro contábil, os autores esperam os administradores tenham incentivos para usar princípios contábeis que aumentem o lucro contábil caso parte de seus lucros seja derivada do plano de remuneração.	<p><b>EC1:</b> avaliação de estoque</p> <p><b>EC2:</b> depreciação</p> <p><b>EC3:</b> tratamento do crédito fiscal</p> <p><b>EC4:</b> amortização dos custos de pensão</p>	<p><b>EC1:</b> 1 = FIFO 0 = LIFO</p> <p><b>EC2:</b> 1 = LINEAR 0 = ACELERADA</p> <p><b>EC3:</b> 1 = NÃO-ALOCAÇÃO 0 = DIFERIMENTO</p> <p><b>EC4:</b> 1 = &gt; 30 ANOS 0 = &lt; 30 ANOS</p> <p><b>1</b> = AUMENTA O LUCRO <b>0</b> = DIMINUI O LUCRO</p>	1 = se há um plano de opções de ações para os administradores 0 = caso contrário	Probit	300 empresas dos setores não regulamentados  <b>Período:</b> 1975	<p><b>R1:</b> existe relação positiva significativa a 1% entre o plano de incentivo e o método de avaliação de estoques.</p> <p><b>R2:</b> existe relação positiva significativa a 5% entre o plano de incentivo e depreciação e o tratamento do crédito fiscal de investimento;</p> <p><b>R3:</b> Não existe relação significativa entre o plano de incentivo e a de amortização dos custos de pensão</p>
Zmijewski e Hagerman (1981)	Se uma empresa baseia seus planos de incentivo sobre os lucros informados, administradores têm incentivos para ser a favor desses métodos, ao quais aumentam o lucro reportado	Conjunto de 5, 7 e 9 Estratégias de Lucro	<p><b>Ranking do Conjunto de 5 estratégias de lucro</b> (Ver Quadro 5)</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Todas as políticas reduzem o lucro;</li> <li>2. Uma política que aumenta o lucro e três políticas que reduzem o lucro;</li> <li>3. Duas políticas que aumentam o lucro e duas políticas que reduzem o lucro;</li> <li>4. Três políticas que aumentam o lucro e uma política que reduz o lucro;</li> <li>5. Todas as políticas aumentam o lucro</li> </ol>	1 = caso exista plano de remuneração gerencial baseado no lucro líquido reportado 0 = caso contrário	Probit	34 empresas reguladas (do estudo de Watts e Zimmerman, 1978)  300 empresas dos setores não regulamentados (do estudo de Hagerman e Zmijewski, 1979)  <b>Período:</b> 1975	Associação positiva entre a estratégia de lucro e o plano de incentivo (5%), que indica que os administradores são mais prováveis de escolher estratégias que aumentam o lucro líquido na presença de tais planos.

Os estudos da relação entre o plano de incentivo e o portfólio de escolhas contábeis se restringiram a esses trabalhos de Hagerman e Zmijewski (1979) e Zmijewski e Hagerman (1981). Com o resultado desses autores, principalmente o de Hagerman e Zmijewski (1979), os pesquisadores optaram por realizar estudos, utilizando como *proxy* para o *reporting* financeiro escolhas individuais.

Bowen, Noreen e Lacey (1981) elencaram as remunerações dos administradores ligadas ao lucro líquido entre os cinco fatores para explicar a escolha de capitalizar ou não os juros. Os autores assumiram a hipótese de que empresas com acordos de compensação gerencial vinculados explicitamente ao lucro terão maior probabilidade para capitalizar<sup>58</sup> juros do que empresas que não tem tais planos.

Segundo Bowen, Noreen e Lacey (1981), o teste dessa hipótese implicaria na aceitação da premissa de que isso apenas é passível de ocorrer “se e somente se o administrador é livre para escolher os métodos contábeis e se os contratos de remuneração não especificam o método contábil” (BOWEN; NOREEN; LACEY, 1981, p. 161). Além disso, os autores assumem ainda que ligações explícitas nos contratos de remuneração sejam mais fortes do que as implícitas.

Para estimar a relação entre a escolha contábil de capitalizar os juros e o plano de remuneração gerencial, Bowen, Noreen e Lacey (1981) utilizaram um modelo *Probit*, medindo a variável dependente como 1 se a empresa capitalizou e 0 se caso contrário e a variável independente como 1 se a compensação do administrador é explicitamente ligada ao lucro reportado e 0 caso contrário. Os autores esperavam uma relação positiva entre as variáveis e utilizaram uma estratégia de pares-combinados, em que em cada par havia uma empresa que capitalizava e outra que não, resultando em uma amostra<sup>59</sup> de 71 pares, incluindo as empresas do setor de petróleo e 34 apenas com tal setor.

Bowen, Noreen e Lacey (1981) obtiveram como resultado que empresas com planos de remuneração gerencial explicitamente relacionado aos lucros informados não são mais

---

<sup>58</sup> Capitalizar qualquer gasto significa deixar de reduzir o lucro no período atual e por esse motivo tal escolha pode ser caracterizada como uma escolha que “aumenta” o lucro, dentro da mecânica contábil.

<sup>59</sup> Os autores também fizeram testes utilizando amostras de 85 pares, 67 pares e 75 pares.

prováveis de capitalizar os juros do que empresas sem tais planos, não confirmando sua hipótese. Contudo, para o setor de petróleo há evidências da hipótese estudada.

Outros estudos testam a proposição do comportamento oportunista observando a ocorrência do gerenciamento de resultados, baseado em um conjunto de métodos contábeis de uma maneira agregada, utilizando para isso uma medida de *accruals*. Tais *accruals* são ajustes decorrentes do regime de competência, que refletem a alocação dos fluxos de caixa no decorrer do tempo. As pesquisas de Healy (1985), DeAngelo (1986, 1988), Liberty e Zimmerman (1986) medem os *accruals* pela diferença entre os fluxos de caixa operacionais e os lucros.

Healy (1985) testou a associação entre o *accrual* gerencial e decisões de procedimentos contábeis e os respectivos incentivos dos planos de remuneração baseados em números contábeis. O autor utilizou detalhes dos planos de remuneração para medir o impacto deste na escolha dos administradores, pois justificou que a medida utilizada nos trabalhos anteriores não considerava aspectos importantes, tais como: 1) a definição do lucro e 2) os incentivos a postergar lucros.

Healy (1985) observou que a definição de lucro variava entre os planos de compensação e que dependendo da definição de lucro base para o cálculo da remuneração, havia impacto da escolha de determinado procedimento contábil ou não. Por outro lado, o autor relata que a maioria das pesquisas anteriores assumia que sempre os administradores recebiam incentivos para fazer escolhas que aumentassem o lucro. Healy (1985) atentou para detalhes nos planos como o estabelecimento de limites, que poderiam influenciar o administrador a escolher determinados procedimentos, que transfeririam os lucros de um período para o outro quando as possibilidades de lucros maiores tinham a probabilidade maior de ocorrer.

A pesquisa de Healy (1985) foi feita em uma amostra de 94 empresas, no período de 1980 para dados disponíveis na base *Moody's Industrial Manual* e de 1964 a 1980 nos dados disponíveis no *COMPUSTAT*. Dois tipos de testes foram realizados: teste de *accruals* e teste das mudanças nos procedimentos contábeis.

Por *accruals*, Healy (1985) entendia como a diferença entre os lucros reportados e os fluxos de caixa das operações. Segundo o autor, a diferença dos *accruals* fornecem mais evidências

de uma relação entre as decisões dos administradores e seus incentivos. O teste de Healy (1985) utilizando mudanças nos procedimentos contábeis sugere que as decisões dos administradores para mudanças nos procedimentos não estão associados com os incentivos dos bônus, o que apenas obteve evidência após testes adicionais.

A *proxy* utilizada por Healy (1985) para *accruals* totais ( $ACC_t$ ) inclui os componentes discricionários e não discricionários ( $ACC_t = NA_t - DA_t$ ) e são estimados pela diferença entre os lucros contábeis e os fluxos de caixa operacionais. O autor considera fluxo de caixa: o capital circulante das operações menos as mudanças nos estoques e nas contas a receber, mais as mudanças nas contas a pagar e nos tributos sobre o lucro a pagar, resultando na Equação 1 a seguir.

$$ACC_t = -DEP_t - XI_t \cdot D_1 + \Delta AR_t + \Delta INV_t - \Delta AP_t - \{\Delta TP_t + DEF_t\} \cdot D_2$$

**Equação 1**

Em que:

$DEP_t$  = depreciação no ano t

$XI_t$  = itens extraordinários no ano t

$\Delta AR_t$  = contas a receber no ano t menos as contas a receber no ano t-1

$\Delta INV_t$  = estoques no ano t menos os estoques no ano t-1

$\Delta AP_t$  = contas a pagar no ano t menos os estoques no ano t-1

$\Delta TP_t$  = tributes a pagar sobre o lucro no ano t menos os do ano t-1

$DEF_t$  = despesa de imposto sobre o lucro diferida para o ano t

$D_1 = 1$  se o plano de bônus define lucro depois dos itens extraordinários e 0 se antes

$D_2 = 1$  se no plano de bônus os lucros são definidos depois do lucro tributário e 0 se antes

Para o teste desse modelo, Healy (1985) levantou duas hipóteses: 1) Os administradores têm incentivos para selecionar *accruals* discricionários que reduzem o lucro quando são estabelecidos limites superiores e inferiores para o seu valor no plano de remuneração. Isso implica uma relação positiva entre a medida de *accruals* que reduz o lucro e a presença de limites no plano; 2) Quando esses limites não estão estabelecidos os administradores tem um incentivo para escolher *accruals* discricionários que aumentem o lucro. Isso implica em uma relação positiva entre escolhas que aumentam o lucro e os planos que não possuem os limites estabelecidos.

Healy (1985) indicou que a maneira como o plano de incentivo está delineado gera incentivo para os administradores selecionarem procedimentos contábeis e *accruals* que maximizem o valor de seu bônus. O resultado do autor mostrou forte associação entre *accruals* e o plano de incentivo e que os administradores adotam *accruals* que reduzem o lucro quando existe limite para o bônus do período e que adotam *accruals* que aumentam o lucro quando não há esse limite. Em relação à mudança nos procedimentos, os resultados indicam um aumento nas mudanças nos procedimentos contábeis voluntárias quando da adoção ou reformulação do plano de compensação.

As evidências de Healy (1985) indicaram que, ao contrário do que supunha a teoria, o plano de compensação incentivava os administradores à manipulação dos números contábeis para obter benefícios próprios ao invés de alinhar seus interesses aos do acionistas. A hipótese do plano de incentivo continuou a ser testada, considerando-se evidências desse mecanismo como indícios de comportamento oportunista do administrador.

Os estudos que examinavam a relação entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo foram se desenvolvendo paralelamente à continuidade das pesquisas, que avaliavam os métodos contábeis isolados. El-Gazzar, Lilien e Pastena (1986), por exemplo, testaram os planos de remuneração baseados no lucro entre as motivações para a escolha de método de *leasing*. Os autores assumiram os efeitos dos detalhes do cálculo dos bônus estabelecidos nos planos de remuneração de administradores, baseando-se na pesquisa da Healy (1985), para identificar se os administradores teriam incentivos ou não para fazer escolhas contábeis para reportar lucros mais altos e conseqüentemente agir no intuito de aumentar a sua riqueza. Para tanto, observaram se os lucros nos planos de incentivo eram definidos antes ou depois da dedução da despesa de juros.

El-Gazzar, Lilien e Pastena (1986) testaram duas hipóteses. A primeira, de que empresas com planos de incentivo baseados sobre o lucro depois das despesas de juros são mais prováveis de usar a abordagem operacional para o *leasing* contábil e a segunda, de que empresas sem planos de incentivo baseadas no lucro ou cujos planos determinavam que o lucro considerado seria o deduzido das despesas de juros são mais prováveis de capitalizar *leasing*. Assim, os autores esperavam uma correlação positiva entre o método operacional e os planos de compensação baseados no lucro.

Para o teste de sua hipótese, El-Gazzar, Lilien e Pastena (1986) utilizaram quatro modelos e mediram a variável de existência de plano de incentivo baseado no lucro depois dos juros como uma variável independente. Foi adotada uma variável *dummy*, atribuindo 1 se o plano de remuneração de administradores com essa característica existia e 0 caso contrário. Os autores utilizaram a análise *probit* e a análise discriminante múltipla.

El-Gazzar, Lilien e Pastena (1986) observaram que a variável bônus assume a correlação predita positiva (ao nível de 1%) com a abordagem operacional em todos os modelos testados. Essa evidência foi consistente com a hipótese de que os administradores aumentam suas compensações pela escolha do método operacional. Os autores colocam que a variável compensação de incentivo reflete uma análise elementar do conteúdo do plano de bônus, mas os resultados dos autores são consistentes com os resultados das pesquisas anteriores, onde o código da variável era baseado apenas sob a existência de planos.

Healy, Kang e Palepu (1987) examinaram o efeito da mudança dos procedimentos contábeis no esquema de bônus e no salário do CEO. Os autores argumentaram que o ajuste *ex post* do contrato de compensação do CEO para ajustá-lo às mudanças nas políticas contábeis é custoso e, então, esses contratos já seriam preparados para antecipar o efeito dessas mudanças, para evitar o incentivo aos administradores para selecionar oportunisticamente métodos contábeis que aumentassem sua compensação. Assim, os autores escolheram amostras de empresas que fizeram mudanças que reduziram o lucro, utilizando a troca do método de avaliação de estoque de FIFO para LIFO e mudanças que aumentariam o lucro, utilizando a adoção do método de depreciação linear ao invés de acelerada. Os autores encontraram um efeito pequeno das mudanças contábeis de avaliação de estoque e de depreciação sobre o esquema de compensação e salário do CEO em relação às mudanças ocorridas no período da economia. Segundo os autores, esse resultado pode ser em função da medida de lucro considerada no plano de compensação, tal como observou Healy (1985).

Malmquist (1990) investigou a escolha do método de reconhecimento dos gastos da atividade das empresas de petróleo e gás entre o método *full cost* e o método *successful efforts*, enfatizando a proposição da eficiência contratual. Contudo, o autor também testou a proposição concorrente do oportunismo gerencial por meio da hipótese do plano de incentivo. Utilizou como variável dependente a probabilidade das empresas escolherem o método *full cost*, codificada como 1 e adotarem o método *successful efforts*, codificado por 0. Para a

variável de plano de incentivo o autor mediu pelo valor em *dollar* da participação do administrador, que é o valor de mercado das ações realizadas acrescido das ações equivalentes de opções realizadas. Além disso, o autor controlou esse valor utilizando *dummies*, baseadas em quatro possibilidades em relação ao plano de remuneração: 1) empresas sem plano de remuneração; 2) empresas cujo cálculo do incentivo é baseado exclusivamente no valor de mercado do patrimônio líquido; 3) empresas cujo cálculo do incentivo baseia-se estritamente na contabilidade e 4) empresas cujo cálculo do incentivo esteja baseado em parte no valor de mercado e em parte nos números contábeis.

A hipótese de Malmquist (1990) foi testada no ano de 1985, utilizando uma amostra final de 316 empresas e submostras por setor, que incluíram 287 empresas de todos os setores, exceto gasodutos e de utilidade pública e 273 empresas de todos os setores menos os gasodutos, empresas de utilidade pública e as maiores empresas do setor de petróleo e gás, classificadas pela Arthur Andersen & Co em 1987. O resultado do teste não foi significativo para as quatro variáveis *dummy* relacionadas aos planos de incentivo e os sinais preditos também não foram compatíveis, sendo que as *dummies* de plano de compensação baseado em dados estritamente contábeis e plano de compensação baseado no valor de mercado do patrimônio líquido apresentaram associação negativa e a *dummy* de planos mistos, que utilizam dados contábeis e dados de mercado obteve uma associação positiva para as três amostras. A variável do plano de incentivo foi positiva e significativa em duas das três amostras. Por fim, Malmquist (1990) sugere que pode haver uma relação endógena em relação a variável de plano de remuneração do administrador. O autor, então, sugere que é passível de se questionar se é o plano de remuneração que afeta a escolha ou a escolha de métodos contábeis é que influencia a característica do plano de incentivo.

Press e Weintrop (1990) replicaram o modelo de Zmijewski e Hagerman (1981) para uma amostra de 83 empresas no ano de 1985. Então, para estimar o plano de incentivo, os autores utilizaram uma variável *dummy* para a existência ou não do plano de compensação dos administradores e como variável de dependente o portfólio de escolhas contábeis. O principal foco do estudo dos autores era observar a influência da alavancagem na predição das escolhas contábeis, medindo-a de diversas maneiras.

A estimação dos modelos *probit* de Press e Weintrop (1990) resultou em uma relação positiva e significativa entre o portfólio de escolhas contábeis e o plano de incentivo apenas no modelo



que estimou como variável de controle a alavancagem como resultado da relação entre dívida total e o ativo total, a mesma utilizada em Zmijewski e Hagerman (1981). Os demais resultados foram compatíveis com o modelo replicado. Isso pode indicar problemas de endogeneidade, que afetam ambas as variáveis.

O Quadro 7 e o Quadro 8 resumem os estudos empíricos da proposição do comportamento oportunista, observada nos contratos de incentivos aos administradores.

**Quadro 7 Estudos Empíricos da Proposição do Comportamento Oportunista do Plano de Incentivo das Escolhas Contábeis de Reconhecimento (Parte I)**

Estudo (Ano)	Hipótese	Escolha Contábil	Mensuração	Plano de Incentivo (Medida)	Modelo	Amostra	Resultado
<b>Bowen, Noreen e Lacey (1981)</b>	Empresas com acordos de compensação gerencial vinculados explicitamente ao lucro terão maior probabilidade para capitalizar juros do que empresas que não tem tais planos.	Capitalizar ou não os juros	1 = capitaliza 0 = não capitaliza	1 = se a compensação do administrador é ligada explicitamente ao lucro reportado  0 = caso contrário	Probit	<b>A1:</b> 91 pares, empresas de vários setores;  <b>A2:</b> 34 do setor de petróleo  <b>Período:</b> Antes de 1974	<b>R1:</b> empresas com planos de remuneração gerencial explicitamente relacionado aos lucros informados <b>não</b> são mais prováveis de capitalizar os juros do que empresas sem tais planos  <b>R2:</b> Apenas para o setor de petróleo há evidências da hipótese estudada
<b>El-Gazzar, Lilien e Pastena (1986)</b>	Empresas com plano de incentivo baseado sobre o lucro depois das despesas de juros são mais prováveis de usar a abordagem operacional para o <i>leasing</i> contábil.  Empresas sem plano de incentivo baseado no lucro ou sem planos de incentivo baseado sobre o lucro depois das despesas de juros são mais prováveis de capitalizar <i>leasing</i> .	Capitalizar ou não o <i>leasing</i>	1 = não capitaliza (aumenta o lucro) 0 = capitaliza (reduz o lucro)	1 = se o plano de remuneração do administrador existe e se o cálculo do incentivo foi definido considerando o lucro depois da despesa de juros  0 = se o plano não existe ou se o cálculo do incentivo foi definido considerando o lucro antes da despesa de juros	Probit e Discriminantes (4 modelos)	154 empresas (Universo de 600 empresas)  <b>Período:</b> 1977	A variável bônus assume a correlação predita positiva (ao nível de 1%) com a abordagem operacional em todos os modelos testados.

**Quadro 8 Estudos Empíricos da Proposição do Comportamento Oportunista do Plano de Incentivo das Escolhas Contábeis de Reconhecimento (Parte II)**

Estudo (Ano)	Hipótese	Escolha Contábil	Mensuração	Plano de Incentivo (Medida)	Modelo	Amostra	Resultado
<b>Malmquist (1990)</b>	a existência de planos de remuneração, baseados na contabilidade devem influenciar sistematicamente os administradores a escolherem métodos contábeis que tem o efeito de enriquecer os administradores em detrimento dos outros agentes econômicos	método <i>full cost</i> e ou método <i>successful efforts</i> , empresas de petróleo e gás	1 = <i>full cost</i> 0 = <i>successful efforts</i>	Valor em <i>dollar</i> da participação da gestão, que é constituído pelo valor de mercado das ações realizadas acrescido das ações equivalentes de opções realizadas	Probit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 316 empresas</li> <li>• 287 empresas (exceto gasodutos e de utilidade pública)</li> <li>• 273 empresas (menos os gasodutos, empresas de utilidade pública e as maiores empresas do setor de petróleo e gás)</li> </ul>	A variável do plano de incentivo foi positiva e significativa em dois das três amostras.

A literatura dos incentivos e consequências da discricção em torno do *reporting* financeiro também se desenvolveu buscando examinar o que explica as escolhas que reduzem o lucro, consideradas escolhas conservadoras. Chen *et. al* (2004) investigaram os incentivos para e as consequências das escolhas contábeis que reduzem o lucro, em especial da redução do valor dos ativos voluntariamente. Os autores destacam o número incipiente de pesquisas existentes sobre esse tipo de escolha e os resultados inconsistentes, devido a seleção da amostra diferentes e métodos de pesquisa inadequados. (CHEN *ET. AL*; 2004; ALCIATORE *ET. AL.*, 1998). Os autores encontraram que a redução voluntária de um ativo, ou seja, um reconhecimento tempestivo, que reflita imediatamente o valor econômico atual do ativo, tem um efeito positivo na avaliação. Além disso, tal redução de valor apresenta-se como um sinal potencial para a melhoria do desempenho. Os resultados dos autores indicam que empresas que reduziram o valor de seus ativos voluntariamente em 1998 experimentaram um efeito positivo na avaliação. Também que empresas com mudanças de *Chiefs Executive Officer* (CEOs) e que divulgaram perdas antes da redução de valor tiveram maior probabilidade para reduzir o valor dos seus ativos e fizeram em uma quantia maior

Segundo os autores, os resultados corroboram com duas hipóteses: 1) Comportamento oportunista dos administradores e 2) Sinalização ao Mercado. A evidência relacionada ao comportamento oportunista se refere ao comportamento dos administradores de baixar o ativo tendo sido motivado por “fabricar” um lucro maior no futuro, sendo coincidente com a chegada de um novo administrador. Da mesma forma, o administrador estaria utilizando tal baixa como uma forma de sinalizar ao mercado que a empresa tem consciência de seus problemas e que são resolvidos por meio de ações necessárias, que implicam em um aumento da probabilidade de geração de lucros econômicos futuros.

Beatty e Weber (2005) estudaram a decisão de se adotar o *Statements of Financial Accounting Standards* (Sfas) n.º 142<sup>60</sup> (FASB, 2008a), focando sobre o *tradeoff* entre reconhecer os encargos certos do *impairment*<sup>61</sup> do *goodwill*<sup>62</sup> atual depois do lucro e os encargos incertos futuros do *impairment*, incluindo nos lucros das operações em continuidade. Entre as suas hipóteses os autores observaram a hipótese do plano de incentivo: administradores com

---

<sup>60</sup> O Sfas 142 (FASB, 2008a) é a norma do Fasb a respeito do *Goodwill* e outros ativos intangíveis.

<sup>61</sup> O *impairment*, conforme a Sfas 14 (FASB, 2008b) é a condição que existe quando o valor contábil de um ativo de longo prazo (grupo de ativos) excede seu valor justo.

<sup>62</sup> Segundo a Sfas 12 (FASB, 2008a), *Goodwill* é um ativo que representa um benefício econômico futuro surgido de outros ativos adquiridos de uma combinação de negócios que não identificados individualmente e reconhecidos separadamente.

planos de bônus baseados em lucros que provavelmente receberão bônus registrarão uma perda menor por *impairment* do *goodwill* no momento da adoção do SFAS 142 (FASB, 2008a) se essas baixas são incluídas nos cálculos desses bônus, mas registrarão uma perda maior por *impairment* do *goodwill* se as baixas forem excluídas dos cálculos dos bônus.

Beatty e Weber (2005) analisaram uma amostra de 188 empresas por meio de dois modelos de análise: *Probit* e *Tobit*, fazendo dois testes antes e depois da adoção da norma. Os autores utilizaram duas maneiras de medir a variável dependente da escolha. No modelo *Probit*, os autores usaram a variável **Impar**, que é uma variável dicotômica igual a 1 se a empresa reconheceu o *impairment* do *goodwill* com o efeito acumulado da mudança contábil da adoção do SFAS 142 (FASB, 2008a). No modelo *Tobit*, adotaram a variável **WO%**, medida pelo valor em *dollar* do *impairment* do *goodwill* registrado com o efeito acumulado da mudança contábil da adoção do SFAS 142 dividido pela quantidade do *goodwill* no início do ano.

Shuto (2007) investigou a relação entre escolhas contábeis discricionárias e a compensação dos executivos de uma amostra de 16.368 empresas japonesas, no período de 1991 a 2000. Como *proxy* para compensação dos administradores utilizou uma medida global de compensação, que incorpora salário e bônus totais pagos aos diretores e administradores. Para medir as escolhas contábeis discricionárias, o autor utilizou o modelo modificado de Jones, incluindo a variação do Fluxo de Caixa Operacional de Kasznik (1999). O resultado do autor indicou uma associação positiva e significativa entre os *accruals* discricionários e a compensação dos executivos, indicando que o uso dos *accruals* discricionários aumentam a compensação dos executivos.

Jones (1991) encontrou evidência de que as empresas beneficiadas com auxílio a importação, tais como: aumento de tarifa ou redução de quotas, tentam reduzir lucros por meio do gerenciamento de resultado, no momento da investigação por parte da *United State International Trade Commission* (ITC). Para tanto, a autora desenvolveu o seguinte modelo de *accruals* discricionário:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left[ \frac{1}{A_{it-1}} \right] + \beta_{1i} \left[ \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right] + \beta_{2i} \left[ \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right] + \varepsilon_{it}$$

**Equação 2**

Em que:

$TA_{it}$  = *accruals* totais no ano t para a empresa i

$\Delta REV_{it}$  = receita do ano t menos as despesas no ano t-1 para a empresa i

$PPE_{it}$  = ativo imobilizado bruto no ano t para a empresa i

$A_{it-1}$  = ativo total no ano t-1 para a empresa i

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro no ano t para a empresa i

i = 1, ..., N índice de empresas

t = 1, ..., N índice de anos incluídos no período de estimativa para a empresa i

A utilização de modelos de *accruals* discricionários, tais como o Healy (1985), DeAngelo (1986, 1988), Liberty e Zimmerman (1986) e Jones (1981), para observar a política de *reporting* financeiro e outros fenômenos foi avaliada na literatura por diversos autores. Dechow, Sloan e Sweeney (1995) avaliaram as alternativas de modelos baseados em *accruals* para detectar gerenciamento de resultado e concluíram que o modelo de Jones (1981) foi aquele que demonstrou o maior poder explicativo. Os autores apenas sugeriram uma modificação ao descontar da receita os valores não recebidos.

Por outro lado, Thomas e Zhang (2000) investigaram a precisão de seis modelos de predição de *accruals* discricionários. Para os autores, o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) foi o único que obteve um desempenho satisfatório em seus testes. Entretanto, quando os autores elaboraram um *ranking* relativo dos diferentes modelos somente o modelo de Jones (1991) apresentou alguma capacidade preditiva.

No Brasil, Martinez (2008) analisou os modelos de Healy (1985), Jones (1991), Jones modificado (1995) e de Kang e Sivaramakrishnan (1995) para estimar os *accruals* discricionários, que, segundo o autor são considerados *proxy* empírica para detectar *Earnings Management*. O autor observou evidências de que as empresas abertas no Brasil “gerenciam” os seus resultados contábeis, estimuladas por incentivos do mercado de capitais.

No contexto de empresas brasileiras, Martinez (2008) afirma que o modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995) é tecnicamente mais adequado. Segundo o autor, os resultados sustentam as hipóteses de gerenciamento de resultados, no intuito de evitar reportar perdas, manter o desempenho recente e transferir o resultado presente em prol de resultados futuros (*take a bath*).

Dey et al. (2008) investigaram a hipótese do plano de incentivo no contexto das empresas egípcias. Os autores observaram que também no Egito, administradores das empresas com planos de incentivo são mais prováveis de adotar escolhas contábeis que aumentam o lucro do que as que não possuem tais planos. Os métodos contábeis de 96 empresas examinados foram os de depreciação e o de avaliação de estoques, no período de 1999 a 2001. O resultado dos autores indicou uma associação positiva significativa entre o método de depreciação linear e PEPS de avaliação de estoque e a se a empresa possui ou não plano de incentivo.

O Quadro 9 apresenta um resumo dos estudos da Hipótese dos Mecanismos de Alinhamento de Incentivo.

**Quadro 9 Estudos da Hipótese dos Mecanismos de Incentivo**

Estudos (Ano)	Variável Dependente	Variável do Plano de Incentivo	Proxy (Sigla)	Sinal	
				Esp	Obt
<b>Hagerman e Zmijewski (1979)</b>	Portfólio de escolhas contábeis <sup>63</sup>	MP	Variável <i>Dummy</i> : <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = se há um plano de participação nos lucros do administrador</li> <li>▪ 0 = se não há nenhum plano de participação nos lucros do administrador</li> </ul>	+	+
<b>Holthausen (1981)</b>	Retorno anormal diário das ações	MCOMP <sub>j</sub>	Variável <i>Dummy</i> : <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = se a empresa <math>j^{\text{th}}</math> tem um plano de incentivo gerencial que define um bônus anual em termos de lucro contábil</li> <li>▪ 0 = caso contrário</li> </ul>	-	ENS <sup>64</sup>
<b>Zmijewski e Hagerman (1981)</b>	Portfólio de escolhas contábeis	MGTC	Variável <i>Dummy</i> : <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = se há um plano de compensação gerencial</li> <li>▪ 0 = se não há plano de compensação gerencial</li> </ul>	+	+
<b>Collins, Rozeff e Dhaliwal (1981)</b>	Retorno anormal acumulado das ações	CONTRCS <sub>j</sub>	Variável <i>Dummy</i> : <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = se os planos de compensação dos administradores são definidos em termos de números contábeis</li> <li>▪ 0 = se os planos de compensação dos administradores não são definidos em termos de números contábeis</li> </ul>	-	-

Fonte: Elaborado pela autora.

<sup>63</sup> Hagerman e Zmijewski (1979) e Zmijewski e Hagerman (1981) tratam o portfólio de escolhas contábeis como estratégias de lucro.

<sup>64</sup> ENS significa que o Estimador Não é estatisticamente Significante.

### 2.5.1.2 Participação Acionária dos Diretores e Administradores

O plano de incentivo vinculado à participação acionária dos diretores e administradores surgiu em decorrência das críticas à eficiência dos planos de incentivo vinculados ao lucro, que permitiam uma ingerência maior da discricionariedade dos diretores e administradores e os incentivavam a focar no desempenho de curto prazo, em detrimento da geração de valor no longo prazo (DECHOW; SLOAN, 1991), resultando nos problemas de gerenciamento de resultado e de horizonte. Assim, pesquisadores como Healy (1985) questionaram o porquê do plano de incentivo estar apenas vinculados ao lucro ao invés de medidas mais isentas como o preço das ações.

Dhaliwal, Salomon e Smith (1982) foram um dos primeiros a testar se havia diferença significativa entre empresas controladas por administradores e aquelas controladas apenas pelos proprietários fundadores, ou seja, entre a participação acionária ou não dos administradores na adoção de uma escolha contábil. A pesquisa dos autores foi feita por meio de um teste de média entre 57 empresas classificadas como controladas pelos administradores e 54 empresas controladas apenas pelos proprietários. Para essa classificação, os autores assumiram que empresas controladas pelos proprietários seriam aquelas cujos proprietários detinham 10% ou mais do capital votante e exerciam o controle ativo da empresa, evidenciado pelo assento no conselho de administração. Empresas controladas pelos administradores eram aquelas que não possuíam um grupo controlador, ou seja, que nenhum grupo detinha um percentual maior do que 5%.

O método contábil de reconhecimento da depreciação foi o escolhido para a pesquisa de Dhaliwal, Salomon e Smith (1982), sendo considerados três possíveis escolhas: 1) método de depreciação acelerada para fins tributários e de *reporting* financeiro, 2) método de depreciação acelerada para fins tributários e o linear para o *reporting* financeiro e 3) método de depreciação linear para ambas finalidades. Seus resultados apontaram para uma diferença significativa entre as empresas controladas pelos administradores e apenas pelos proprietários quanto à adoção do método de depreciação para fins de *reporting* financeiro.

Após realizar o teste de média, Dhaliwal, Salomon e Smith (1982) estimaram um modelo *probit*, cuja variável dependente foi o método de depreciação, medido em 1 se o método de



depreciação adotado foi o linear e 0 se foi o acelerado e a variável independente era medida como 1 se a empresa era controlada por administradores e 0 se controlada apenas pelos proprietários. Essa relação foi controlada por tamanho e pela taxa de endividamento. O modelo indicou uma relação positiva e significativa a 1% entre o método de depreciação linear e o controle da empresa pelo administrador, o que segundo os autores representa um resultado consistente com a hipótese de que empresas controladas por administradores são mais prováveis do que empresas controladas apenas por proprietários de adotar a depreciação linear, considerada uma escolha que aumenta o lucro.

Ayres (1986) investigou os determinantes da adoção imediata ou não do SFAS 52, que tratava da contabilidade para conversão em moeda estrangeira. Uma de suas hipóteses relacionava-se ao controle acionário da companhia. O autor esperava que empresas que adotaram imediatamente o SFAS 52 tivessem um menor percentual de ações de propriedade dos diretores e administradores do que as que adotaram depois. Isso implicava em uma relação negativa entre uma escolha contábil que aumenta o lucro, o reconhecimento da variação da moeda, e a participação acionária do administrador. Essa predição de Ayres (1986) contrapõe-se a de Dhaliwal, Salamon e Smith (1982). O resultado da pesquisa do autor nos anos de 1981, 1982 e 1983, respectivamente, para 103, 91 e 38 empresas, mostrou uma relação negativa significativa entre o reconhecimento da variação da moeda e o percentual de ações possuídas por diretores e administradores, o que corroborou sua hipótese.

O outro problema mitigado pela participação acionária é conhecido como o problema de horizonte, o qual ocorre quando o CEO em seu último ano gerencia discricionariamente o lucro reportado para melhorar o desempenho no curto prazo ao invés de gerar valor no longo prazo, antecipando os usufrutos em seu esquema de compensação.

Dechow e Sloan (1991) investigaram o problema de horizonte, observando se os CEOs gerenciavam discricionariamente as despesas com pesquisa e desenvolvimento no último ano em que ocupavam essa função na empresa. Para isso, investigaram uma amostra de 58 empresas que mudaram de CEO em 14 setores econômicos, que apresentavam maior volume de investimentos em pesquisa e desenvolvimento. O plano de incentivo desses CEOs avaliava seu desempenho com base no lucro reportado financeiramente. Assim, os autores observaram especificamente o comportamento da despesa com pesquisa e desenvolvimento durante o último ano do CEO na empresa. Os resultados foram consistentes com esse

comportamento. Além disso, os autores identificaram dois mecanismos mitigadores desse comportamento. O primeiro foi a compensação baseada no preço das ações e o segundo relacionado ao processo de sucessão dos administradores.

Esse mecanismo de incentivo também é utilizado para estimar a variável independência do conselho de administração, mas também será incorporado no modelo de maneira isolada, para observar o seu poder explicativo. Evidências anteriores são dispares quanto à relação entre esse incentivo. Warfield, Wild e Wild (1995) e Klein (2002a) encontram evidências de relação negativa entre o administrador com participação acionária na empresa e os *accruals* discricionários. Segundo Klein (2002a), esse resultado indica que a participação acionária do administrador atua como um mecanismo disciplinador de seu comportamento<sup>65</sup>.

Contudo, como apontado por Klein (2002a), evidências também são observadas no sentido contrário, em que os administradores manipulam os resultados, maximizando-os para diretamente maximizar seus bônus (HEALY, 1985) e indiretamente ao manipular as expectativas dos investidores, para aumentar seus prêmios no momento de fazer a opção de ação. Essas evidências na direção contrária do que prevê o mecanismo de incentivo, indica que tais mecanismos não são suficientes no alinhamento dos interesses entre administradores e acionistas. Isso sustenta a necessidade dos mecanismos de monitoramento.

## **2.5.2 Mecanismos de Monitoramento**

### **2.5.2.1 Características do Conselho de Administração**

Armstrong, Guay e Weber (2010) reforçam o entendimento da literatura<sup>66</sup> a respeito da relevância do papel do conselho de administração no monitoramento dos administradores e na estruturação de mecanismos, que alinhem os interesses dos administradores e acionistas. (BOONE *ET AL.*, 2007)

---

<sup>65</sup> Existe uma outra linha que testa esse incentivo observado a relação entre o retorno dos ativos e a participação acionária dos conselheiros internos. Evidências de relação positiva entre as duas variáveis foram encontradas por Morck et al. (1988) e McConnell e Servaes (1990), que utilizaram o *Q de Tobin* como *proxy* para retorno sobre ativos.

<sup>66</sup> Levantamentos a respeito do papel do conselho de administração foram feitos por Hermalin e Weisbach (2003), Adams, Hermalin e Weisbach (2010) e Armstrong, Guay e Weber (2010).

De uma forma geral, o conselho de administração desempenha duas funções no auxílio ao administrador da companhia: a de consultoria e a de monitoramento (FAMA, JENSEN, 1983a, 1983b; RAHEJA, 2005; BOONE *ET AL.*, 2007; DRYMIOTES, 2007; ADAMS, FERREIRA, 2007; LINK, NETTER, YANG, 2008; HARRIS, RAVIV, 2008; LEHN, PATRO, ZAO, 2009; ARMSTRONG, GUAY, WEBER (2010); BRICKLEY, ZIMMERMAN, 2010).

Armstrong, Guay e Weber (2010) afirmam que para desempenhar adequadamente o papel de consultor é necessário ter conhecimento especializado a respeito das atividades da companhia, o que mostraria ser útil ao administrador. Na segunda função, além de ser especializado, exige-se que o conselho também seja independente em relação ao administrador, para que efetivamente possa monitorar as suas decisões. Linck, Netter e Yang (2008) observaram que a estrutura do conselho de administração entre as empresas varia de acordo com os custos e benefícios dos papéis de monitoramento e de consultoria do conselho.

Segundo Linck, Netter e Yang (2008), a estrutura do conselho de administração e sua influencia no comportamento do administrador é um tema bastante pesquisado na literatura. Os autores exemplificam as pesquisas de Boone et al (2007) , Coles, Daniel e Naveen (2007) e Lehn, Patro e Zhao (2009) como dedicadas a esse assunto. Contudo, segundo os autores existe pouca pesquisa em torno do que determina essa estrutura.

Linck, Netter e Yang (2008) testam a predição de que a estrutura do conselho de administração decorre da resposta eficiente ao ambiente contratual da empresa, na medida em que os autores observaram que tal estrutura não era objeto de regulamentação em torno da composição, tamanho e qualificação dos conselheiros que compõe o conselho de administração e da restrição dos tribunais a indicar uma estrutura obrigatória anterior a instituição da SOX. Os resultados dos autores de forma geral confirmam a predição de que as empresas estruturam seus conselhos de administração no intuito de mitigar os conflitos específicos de agência decorrentes de seu ambiente contratual.

Os resultados de Linck, Netter e Yang (2008) corroboram com a afirmação de Fama e Jensen (1983a) que um dos papéis assumidos pelo conselho de administração é mitigar os conflitos de agência entre os acionistas e os altos executivos. Sendo assim, pesquisas que examinam o conselho de administração, sua estrutura e composição testam e evidenciam uma relação

negativa entre esse mecanismo de monitoramento e suas características e o comportamento discricionário do administrador no *reporting* financeiro, assumindo o papel institucional do conselho de administração para resolver os conflitos de agência (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010).

#### 2.5.2.1.1 Independência do Conselho de Administração

A literatura sugere que quanto maior é a independência do conselho de administração em relação ao presidente da empresa mais efetivo o conselho de administração é no monitoramento do processo de *reporting* financeiro em relação às fraudes (BEASLEY, 1996; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1996; FARBER, 2005) e em relação à restrição do gerenciamento de resultado (KLEIN, 2002a e 2002b; XIE; DAVIDSON III; DADALT, 2003; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005).

A estrutura dos conselhos de administração é normalmente composta por conselheiros externos (*outsiders*) e conselheiros internos (*insiders*). Conselheiros externos são aqueles que não possuem vínculo com a empresa a não ser a própria participação no conselho. Ao contrário, conselheiros internos são aqueles que possuem uma relação de empregabilidade, tais como CEO e CFO e demais participantes da diretoria executiva.<sup>67 68</sup>

Assume-se nas pesquisas anteriores que um maior percentual de conselheiros externos significa maior independência do conselho de administração (Lehn, Patro e Zhao (2009); Boone *et al* (2007); Coles, Daniel e Naveen (2007); Link, Netter e Yang (2008). Evidências sustentam, então, uma relação negativa entre a presença da maioria de conselheiros externos no conselho de administração e os *accruals* discricionários (KLEIN, 2002a e 2002b; XIE; DAVIDSON III; DADALT, 2003; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005).

---

<sup>67</sup> Segundo Armstrong, Guay e Weber (2010), existe outro tipo de classificação para os membros do conselho de administração, que são os conselheiros afiliados. Segundo os autores, são aqueles que já tiveram alguma relação com a empresa, como ex-empregados, ou ainda mantêm como no caso de membros em conselho de empresas do mesmo grupo econômico ou empresas concorrentes, ou ainda aqueles que tem algum parentesco com o CEO.

<sup>68</sup> Para Raheja (2005), os três componentes do conselho de administração são o CEO, os conselheiros internos que são os administradores sêniores da empresa e os conselheiros externos.

Beasley (1996) testou empiricamente a predição de que a probabilidade de fraude nas demonstrações financeiras se reduz se aumenta a proporção dos membros externos no conselho de administração. O autor fez o teste comparando 75 empresas que incorreram em fraudes e 75 que não as realizaram no período de 1980 a 1991. Os achados do autor revelam que as empresas que não fraudaram os demonstrativos possuíam um percentual maior de conselheiros externos no conselho de administração do que aquelas que fraudaram.

Klein (2002a) investigou a relação entre independência do conselho de administração e o gerenciamento de resultado em 692 companhias dos Estados Unidos no período de 1992 a 1993, que compunham a lista das 500 da *Standards & Poors*. Evidências significativas foram obtidas pelo autor da relação negativa entre o percentual de conselheiros externos e os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Jones (1991) ajustado à mediana e se mantiveram mesmo em testes adicionais, utilizando o Modelo de Jones Modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Klein (2002a) ainda observou que um aumento maior nos *accruals* discricionários ocorreu quando houve uma redução na independência do conselho de administração. Isso ocorreu, segundo o autor, quando o conselho de administração foi reduzido à minoria de conselheiros externos.

Peasnell, Pope e Young (2005) examinaram se a incidência de gerenciamento de resultado pelas empresas do Reino Unido depende do monitoramento do conselho de administração. Os testes empíricos incluíram dados das companhias listadas no Reino Unido, cujo término do ano fiscal estava contemplado entre 30 de Junho de 1993 e 31 de Maio de 1996. Os autores utilizaram o modelo de Jones Modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Os resultados dos autores mostram que a probabilidade dos administradores utilizarem *accruals* discricionários para aumentar o lucro é negativamente associada à proporção de conselheiros externos no conselho de administração.

Duchin, Matsusaka e Ozbas (2010) investigaram a efetividade dos conselheiros externos como indicativo de independência do conselho de administração e mecanismo de monitoramento do comportamento do administrador. Os autores encontraram evidências de que a efetividade dos conselheiros externos depende dos custos de aquisição da informação, ou seja, se os custos de obter informações sobre os negócios da empresa são baixos, o desempenho aumenta proporcionalmente a inclusão dos conselheiros externos no conselho de administração e quando esses custos são elevados, essa predição se inverte. Os achados dos

autores corroboram com os argumentos de Drymiotis (2007) sobre o papel de monitoramento dos conselheiros internos, pois esses detêm mais facilidade de obter informações verídicas, atuais e relevantes sobre as estratégias dos negócios da empresa e seus impactos do que os externos. Em um contexto de maior assimetria de informações, o papel dos internos no monitoramento dos administradores se sobrepunha aos dos conselheiros externos.

Armstrong, Guay e Weber (2010) em sua revisão analisaram também os argumentos de Drymiotis (2007) e Duchin, Matsusaka e Ozbas (2010) e afirmaram que um elevado percentual de conselheiros externos compondo o conselho de administração pode ser indicativo de que a empresa está inserida em um ambiente com menor assimetria informacional. Para controlar esse efeito, os estudos que testam essa relação geralmente adotam como *proxy* de controle dos custos de monitoramento o índice do valor de mercado em relação ao patrimônio líquido registrado (*Market-to-book ratio*) e o nível de despesas com pesquisa e desenvolvimento, enquanto *proxies* de oportunidade de crescimento (SMITH; WATTS, 1992; GAVER; GAVER, 1993) e o desvio-padrão do retorno das ações, como *proxy* de assimetria de informações (LINK; NETTER; YANG, 2008).

A interferência da assimetria de informações na efetividade do monitoramento do conselho de administração impôs as pesquisas que se preocupassem com o problema da endogeneidade existente entre essas variáveis. Armstrong, Guay e Weber (2010) argumentam que as pesquisas já identificaram o problema da causalidade reversa, questionando-se se é o ambiente menos assimétrico que induz as empresas a incluírem um percentual maior de conselheiros externos ou se é a presença de um maior percentual desses conselheiros que reduz a assimetria de informações, como afirma também as evidências de Cai, Liu e Qian (2009). Nesse âmbito, outra observação interessante de Armstrong, Guay e Weber (2010) é a de que o percentual de conselheiros externos vem aumentando ao longo do tempo, o que demanda investigações que descrevam de maneira consistente a interferência do ambiente assimétrico nesse número ou vice-versa.

Ao contrário dos *accruals* que aumentam o lucro, Armstrong, Guay e Weber (2010) afirmam que é esperada uma relação positiva entre maior o percentual de conselheiros externos e a maior probabilidade das empresas serem mais conservadoras, reconhecendo perdas oportunas. Por outro lado, Ahmed e Duellman (2007) encontraram uma relação negativa significativa entre o percentual de conselheiros internos e três medidas de conservadorismo: uma baseada

em *accruals* de Givoly e Hayn (2000), outra no mercado de Beaver e Ryam (2000) e a última medida de tempestividade assimétrica do lucro de Roychowdhury e Watts (2006). Ahmed e Duellman (2007) controlaram seus testes utilizando oito variáveis: propriedade institucional, percentual de ações possuídas pelos conselheiros internos, força dos direitos dos acionistas, tamanho da empresa, crescimento das vendas, oportunidade de crescimento, desempenho baseado no caixa e alavancagem.

### **2.5.2.2 Papel de Monitoramento dos Conselheiros Internos**

Alguns autores na literatura afirmam que quando os benefícios privados são maiores do que as vantagens obtidas por meio do comportamento discricionário. (RAHEJA, 2005; BOONE ET AL, 2007). Drymiotis (2007) defende esse posicionamento e trata do papel dos conselheiros internos na eficiência do papel de monitoramento dos conselhos de administração.

Armstrong, Guay e Weber (2010) destacam que a questão primordial na escolha da composição do conselho de administração é atingir o percentual ótimo de conselheiros externos e internos. Para tanto, segundo os autores, é necessário que se observe evidências de quais mecanismos se sobrepõem na eficiência no controle do comportamento do administrador, se os benefícios privados dos conselheiros internos ou o papel de monitoramento dos conselheiros externos.

### **2.5.2.3 Independência do Comitê de Auditoria no Conselho de Administração**

As regulações do mercado de capitais de uma forma geral permitiram em um primeiro momento e depois começaram a impor<sup>69</sup> que algumas funções de controle do conselho de administração fossem delegadas a outros conselhos e dentre eles o comitê de auditoria. O objetivo do comitê de auditoria do conselho de administração é auxiliá-lo na revisão das demonstrações financeiras e na avaliação do processo de auditoria e dos controles contábeis internos (Klein, 2002a). Além disso, o comitê de auditoria do conselho de administração atua

---

<sup>69</sup> A legislação norte-americana sobre valores mobiliários consubstanciada pela *Securities Exchange Act of 1940* já permitia que fossem instituídos os comitês de auditoria, mas que se a companhia não o instituisse suas funções poderiam ser exercidas pelo conselho de administração. No Brasil, a exigência da instituição do comitê de auditoria surgiu com a

como árbitro nas divergências entre os administradores e a auditoria externa sobre o *reporting* financeiro da empresa (Klein, 2002a).

Carcello e Neal (2003) elencaram algumas características, que asseguram a qualidade do comitê de auditoria. Tais características podem assegurar, por exemplo, a manutenção do auditor mesmo em caso de pareceres adversos. Essas características são: 1) uma proporção maior de conselheiros externos; 2) conselheiros que compõem uma grande parte de outros conselhos (capital reputacional); 3) conselheiros com maior *expertise* financeira (capacidade dos administradores); 4) diretores e administradores que possuem uma participação acionária maior na companhia (incentivos aos diretores e administradores ao impacto do parecer).

Evidências mostram que as diferenças entre os administradores e os auditores externos, relacionadas à aplicação dos padrões contábeis no *reporting* financeiro da empresa resultam ou na demissão do auditor externo ou na negociação do *reporting* financeiro final (NELSON, ELLIOT; TARPLEY, 2002). Tais diferenças são observadas em diversas situações, entre as quais: nas empresas com alto risco de litígio, os auditores externos tendem a recomendar padrões contábeis mais conservadores do que os administradores (DEFOND; SUBRAMANYAM, 1998).

Estudos anteriores assumiram a hipótese de que um comitê de auditoria independente atua efetivamente como um supervisor do processo contábil de *reporting* financeiro, cuja implicação é uma relação negativa entre a independência do comitê de auditoria no conselho de administração e os *accruals* discricionários.

Segundo Armstrong, Guay e Weber (2010) existem evidências de que administradores que possuem planos de incentivo atrelados ao lucro são menos prováveis de adotar políticas contábeis que aumentam o lucro caso estiverem submetidos a conselhos de auditoria independentes, possuindo, por exemplo, a maioria ou a totalidade de conselheiros externos em sua composição.

Além dessas, outras evidências relacionadas ao percentual de conselheiros externos compondo o comitê de auditoria no conselho de administração e a restrição de comportamentos discricionários foram obtidas também por Klein (2002a), Xie, Davidson III e Dadalt (2003) e Peasnell, Pope e Young (2005).



Klein (2002a) observou uma relação negativa significativa entre o percentual de conselheiros externos no comitê de auditoria e o gerenciamento de resultado de 692 companhias, assim como um aumento maior nos *accruals* discricionários quando houve uma redução na independência no comitê de auditoria no conselho de administração, o que foi observado quando comitê de auditoria no conselho de administração foi reduzido à minoria de conselheiros externos. Por outro lado, Beasley (1996) e Peasnell, Pope e Young (2005) não encontraram evidências significativas entre a presença e a composição por membros externos no comitê de auditoria e fraudes contábeis e gerenciamento de resultado, respectivamente.

A legislação societária brasileira permite que ao invés da companhia adotar um comitê de auditoria, a mesma pode instituir um conselho fiscal. Nesta pesquisa, a função de monitoramento assumida pelo comitê de auditoria será observada em função do conselho fiscal.

#### **2.5.2.4 Independência da Auditoria Externa**

Armstrong, Guay e Weber (2010) imputam à qualidade da auditoria, envolvendo a atuação da empresa de auditoria externa, o parecer e sua atuação interna, enquanto comitê de assessoramento do conselho de administração. Os autores afirmam que os administradores que possuem planos de incentivo vinculados ao lucro são menos prováveis de adotar políticas contábeis que aumentam o lucro caso estejam submetidos a auditorias de alta qualidade.

Ainda existem na literatura outros mecanismos de monitoramento tratados amplamente pela literatura, mas que por inviabilidade na coleta de dados não serão objeto dessa pesquisa. Tais mecanismos são: Ativismo de Investidores Institucionais, Atuação dos Analistas Financeiros, *Enforcement* do órgão regulador do mercado de capitais, Mercado de controle corporativo

#### **2.5.3 Complexidade Organizacional**

Variáveis do contexto operacional e informacional da empresa interferem no efeito dos mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento no controle do comportamento discricionário do administrador. Bushman *et al* (2004) assume que a complexidade

organizacional limita a eficiência dos mecanismos de controle. Alguns autores, como Boone *et al* (2007) denominam esse efeito de hipótese do escopo das operações.

Boone *et al.* (2007, p. 70) afirma que testou a hipótese do escopo das operações, que prediz que o tamanho do conselho de administração e a proporção de conselheiros externos são positivamente relacionados ao escopo e à complexidade das operações da empresa. Variáveis que indicam a complexidade tratadas na literatura englobam: tamanho da empresa, idade, número de segmento de negócio, oportunidade de crescimento, setor, estrutura de capital entre outras. O Quadro 10 resume os estudos que controlam a complexidade, utilizando algumas dessas variáveis.

Quadro 10 Resumo dos estudos da Hipótese da Influência da Complexidade Organizacional

Estudos (Ano)	Amostra	Variável	Proxy (Sigla)	Mecanismo Influenciado	Proxy (Sigla)	Sinal	
						Esp	Obt
Boone et al (2007)	1.019 Companhias que fizeram IPOs entre 1988 – 1992	Tamanho da Empresa	Log Natural do valor de mercado do Patrimônio Líquido no final do ano fiscal	Tamanho do Conselho de Administração	Número de Conselheiros	+	+***
Boone et al (2007)	1.019 Companhias que fizeram IPOs entre 1988 – 1992	Tamanho da Empresa	Log Natural do valor de mercado do Patrimônio Líquido no final do ano fiscal	Independência do Conselho de Administração	Proporção de Conselheiros Independentes	+	+***
Klein (2002a)	803 empresas de 1991 - 1993	Tamanho da Empresa	Valor de Livro dos Ativos da Empresa	Independência do Comitê de Auditoria no Conselho de administração	Transformação logística <sup>70</sup> do percentual de conselheiros externos no comitê de auditoria	?	-**
Warfield, Wild e Wild (1995)	3.871 empresas de 1988 – 1990	Tamanho da Empresa	Log Natural do valor de mercado do Patrimônio Líquido	Propriedade Gerencial	Percentual de ações ordinárias [ <i>equity share</i> ] mantidas pelos indivíduos	+	+***
Boone et al (2007)	1.019 Companhias que fizeram IPOs entre 1988 – 1992	Idade da Empresa	Número de anos desde o IPO	Tamanho do Conselho de Administração	Número de Conselheiros	+	ENS
Boone et al (2007)	1.019 Companhias que fizeram IPOs entre 1988 – 1992	Idade da Empresa	Número de anos desde o IPO	Independência do Conselho de Administração	Proporção de Conselheiros Independentes	+	+***
Boone et al (2007)	1.019 Companhias que fizeram IPOs entre 1988 – 1992	Número de Segmento de Negócios	Número de Segmentos de operações da companhia	Tamanho do Conselho de Administração	Número de Conselheiros	+	+***
Boone et al (2007)	1.019 Companhias que fizeram IPOs entre 1988 – 1992	Número de Segmento de Negócios	Número de Segmentos de operações da companhia	Independência do Conselho de Administração	Proporção de Conselheiros Independentes	+	ENS

<sup>70</sup> A transformação logística feita por Klein (2002a, p. 441) foi a seguinte:  $\text{Ln}(\% \text{Audout} / 1 - \% \text{Audout}) + 1$ . Segundo o autor, essa transformação permite que %Audout, que é uma variável que se restringe ao intervalo de 0 a 1, seja transformada logisticamente de  $-\infty$  a  $+\infty$ , o que faz com que uma distribuição não normal intrinsecamente seja transformada em uma distribuição mais normal.



### 3 MÉTODO DA PESQUISA

Esse capítulo trata do método adotado na pesquisa e está dividido em três subseções. A primeira subseção, item 3.1, mostra o sistema de hipóteses, a descrição das variáveis e as especificações dos modelos utilizados. A segunda subseção, item 3.2, traz uma breve descrição sobre o contexto do mercado de capitais do Brasil, no intuito de caracterizar o ambiente institucional das companhias abertas analisadas neste estudo e estabelece e justifica o período observado de pesquisa. A última seção, item 3.3, trata da população e da amostra do estudo, abrangendo os critérios de seleção, a classificação setorial das companhias e a descrição da amostra final.

#### 3.1 Sistema de Hipóteses, Descrição das Variáveis e Especificação dos Modelos

Para testar a proposição do efeito complementar entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento no controle do *reporting* financeiro, estabeleceu-se um sistema de hipóteses, que prediz as associações entre o *reporting* financeiro e cada um dos mecanismos individualmente e em conjunto, assim como conjectura que essas associações têm inferência da complexidade organizacional.

##### 3.1.1 Sistema de Hipóteses

Assumiram-se para o teste as seguintes hipóteses:

Hipótese do Alinhamento de Incentivo (H1): Companhias que possuem mecanismos de alinhamento de incentivo, baseados na compensação aos administradores, apresentam menores níveis de discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica que os mecanismos de alinhamento de incentivo são associados negativamente com os *accruals* discricionários.

Hipótese do Monitoramento (H2): Companhias que adotam mecanismos de monitoramento apresentam menores níveis de discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica que os

mecanismos de monitoramento são associados negativamente com os *accruals* discricionários.

Hipótese da Influência da Complexidade Organizacional (H3): Companhias mais complexas terão mecanismos de incentivo e de monitoramento limitados no controle da discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica em uma associação entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e o *reporting* financeiro e entre os mecanismos de monitoramento e o *reporting* financeiro do administrador, quando controlados por complexidade organizacional.

Para testar as hipóteses acima foram construídos modelos, para observar o impacto isolado dos mecanismos no *reporting* financeiro, controlados pela complexidade da companhia, bem como o efeito conjunto desses mecanismos. Com base nisso, apresentam-se uma visão geral dos modelos utilizados em sua forma estrutural:

$$\text{Accruals Discricionários no Reporting Financeiro} = f(\text{Mecanismos de Incentivo} + \text{Complexidade da Companhia})$$

**Equação 3**

$$\text{Accruals Discricionários no Reporting Financeiro} = f(\text{Mecanismos de Monitoramento} + \text{Complexidade da Companhia})$$

**Equação 4**

$$\text{Accruals Discricionários no Reporting Financeiro} = f(\text{Mecanismos de Incentivo} + \text{Mecanismos de Monitoramento} + \text{Complexidade da Companhia})$$

**Equação 5**

Em todos os modelos, os *accruals* discricionários (DA), que refletem a discricionariedade do administrador na adoção da política contábil. As variáveis explicativas são os mecanismos de incentivo (INC) e os de Monitoramento (MON). Os modelos se complementam pelas variáveis de controle, que observam a influência da complexidade da companhia (COMPLEX).

Os modelos na forma estrutural Equação 1 e 3 estimam os *accruals* discricionários do *reporting* financeiro pelos mecanismos de incentivo, vinculados à compensação dos diretores e administradores, controladas por variáveis, que medem a complexidade da companhia. As variáveis de mecanismos de incentivo utilizadas foram: plano de incentivo dos diretores e

administradores (PDA), valor global da remuneração (VGR) e participação nos lucros dos diretores e administradores (PLDA).

Nos modelos de forma estrutural Equação 2 e 3, os mecanismos de monitoramento foram indicados pelas variáveis: tamanho do conselho de administração (TCA), independência do conselho de administração, medida pelo percentual de conselheiros externos à empresa, que compõe o conselho de administração (EXT), benefícios privados dos administradores, medida pelo percentual de conselheiros internos à empresa no conselho de administração (INT), a constituição do conselho fiscal (CF) e a permanência do conselho fiscal (CFP), auditoria externa realizada pelas cinco (BIG5) ou quatro (BIG4) maiores empresas de auditoria, mudança na empresa de auditoria (M\_AUD), bem como por parecer de auditoria (PAR).

A complexidade em todos os modelos foi medida pelas variáveis: tamanho da empresa (TAM\_LN\_AT), ciclo de vida – idade (IDAD), estrutura de capital (P/PL), dívidas de longo prazo (DIVL), retorno do patrimônio líquido (ROE) e setor (SET).

### **3.1.2 Mensuração das Variáveis e Relações Esperadas**

Esse item apresenta como as variáveis foram operacionalizadas e quais as relações estatísticas esperadas no teste das hipóteses. São apresentadas as *proxies* da variável dependente *accruals* discricionários do administrador no *reporting* financeiro, seguidas das variáveis explicativas relacionadas aos mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento e, por fim, as variáveis, que indicam a complexidade da empresa, como controle.

#### **3.1.2.1 Accruals Discricionários no Reporting Financeiro (AD)**

A variável explicada nessa pesquisa foi a discricionariedade do administrador no *reporting* financeiro. Tal comportamento foi representado por uma medida de *accruals* discricionários, que corresponde ao efeito global dessa discricião. Na literatura contratual na contabilidade, existem vários modelos, que medem os *accruals* discricionários<sup>71</sup>, entre eles os mais utilizados em pesquisas, que observam o comportamento dos mecanismos de incentivo e de

---

<sup>71</sup> Revisões e avaliações dos modelos de *accruals* discricionários foram feitas por Thomas e Zhang (2000), Hribar e Collins (2002) e Pae (2005).

monitoramento são: os Modelos de Jones (1981), Modelo de Jones Modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e de Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Segundo Thomas e Zhang (2000), o modelo de *accruals* discricionário de Kang e Sivaramakrishnan (1995) – Modelo KS – foi considerado o mais robusto na predição de *accruals* discricionários, considerado pela literatura como indicativo de gerenciamento de resultado. Além disso, de acordo com Martinez (2008), tal o modelo também se mostra mais adequado à realidade brasileira e vem sendo testado pelas pesquisas no Brasil, tais como em Almeida e Almeida (2009).<sup>72</sup>

Thomas e Zhang (2000) destacam ainda que o modelo KS prediz o nível de ativos e passivos circulante ao invés de utilizar das variações desses ativos, estimando os parâmetros de forma conjunta ao invés de estimar individualmente por empresa. Segundo Kang e Sivaramakrishnan (1995), a vantagem de usar essa abordagem é que torna o modelo mais preciso, evitando o agravamento do problema da simultaneidade. Contudo, a sua limitação é que tal restrição impede, que se capture alguns *accruals* gerenciados, segundo os autores, ou mesmo que o impacto dos erros de mensuração nos *accruals* estimados seja maior, como destaca Hribar e Collins (2002)<sup>73</sup>.

Considera-se que, para os fins desta pesquisa, a limitação do modelo KS não comprometa os resultados, pois a própria literatura sugere que os *accruals* correntes (circulantes) são os que possuem maior incidência de anormalidade quanto ao *reporting* financeiro (MCNICHOLS; WILSON, 1988; KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995). Além disso, segundo Kang e Sivaramakrishnan (1995), seu modelo mitiga outros problemas de estimação de *accruals* discricionários, como os problemas de variáveis omitidas e de simultaneidade, bem como trata o erro na mensuração das variáveis, apontado por Hribar e Collins (2002). A solução proposta por Kang e Sivaramakrishnan (1995) para o problema de variáveis omitidas é incluir

---

<sup>72</sup> O modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995), de acordo com o levantamento feito por Baptista (2008), é também amplamente utilizado em pesquisas no Brasil, para observar os níveis de gerenciamento de resultado de uma forma geral, como por exemplo, os trabalhos de Formigoni, Paulo e Pereira (2007), Martinez e Faria (2007), Paulo e Leme (2009).

<sup>73</sup> Hribar e Collins (2002) argumentam que os modelos de *accruals*, que utilizam as variáveis de Balanço Patrimonial (BP) em contraposição aos dados da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), podem incorrer em erros de mensuração, na medida em que hajam reclassificações entre contas patrimoniais e eventos como reorganizações societárias e desinvestimentos, que podem não afetar a DRE, provocando um descasamento entre o BP e a DRE. Esse erro na mensuração pode levar, segundo os autores, a inferências equivocadas dos *accruals* discricionários, prejudicando o resultado das pesquisas.



na estimação as variações do custo de produtos vendidos e outras despesas operacionais. Para evitar que a presença de simultaneidade e o erro na mensuração das variáveis tornem os estimadores viesados, os autores utilizam duas técnicas econométricas, empregando o método de variáveis instrumentais - *Instrumental Variables* (IV) e os procedimentos do Método de Momentos Generalizados (GMM), o que torna o resultado estimado pelo modelo mais robusto.

Nesta pesquisa, então, utilizou-se o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) para indicar os *accruals* discricionários, *proxy* da variável dependente discricionariedade no *reporting* financeiro. O modelo KS é descrito originalmente de acordo com o seguinte modelo econométrico.

$$AB_{it} = \Phi_0 + \Phi_1[\delta_{1,i}REV_{i,t}] + \Phi_2[\delta_{2,i}EXP_{i,t}] + \Phi_3[\delta_{3,i}GPPE_{i,t}] + \beta PART_{i,t} + u_{i,t}$$

**Equação 6**

Em que:

$AB_{i,t}$  = *Accruals* no balanço no ano  $t$  para a empresa  $i$  e corresponde à:

$$AR_{i,t} + INV_{i,t} + OCA_{i,t} - CL_{i,t} - DEP_{i,t}$$

**Equação 7**

$AR_{i,t}$  = Contas a receber, excluindo o reembolso de impostos no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$INV_{i,t}$  = Estoques no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$OCA_{i,t}$  = Outros Ativos Circulantes, que não Caixa, Contas a receber e Estoques no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$CL_{i,t}$  = Passivo Circulante, excluindo os impostos e as dívidas de longo prazo no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$DEP_{i,t}$  = Depreciação e Amortização no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$REV_{i,t}$  = Receita de Vendas Líquida no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$EXP_{i,t}$  = Despesas operacionais (custo de produtos e/ou serviços vendidos, despesas administrativas e de vendas antes da depreciação) no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$GPPE_{i,t}$  = Ativo Imobilizado Bruto no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$$\delta_{1,i,t} = \text{Variável Instrumental de } REV_{it} = \frac{AR_{i,t-1}}{REV_{i,t-1}}$$

$$\delta_{2i,t} = \text{Variável Instrumental de } EXP_{it} = \frac{INV_{i,t-1} + OCA_{i,t-1} - CL_{i,t-1}}{EXP_{i,t-1}}$$

$$\delta_{3i,t} = \text{Variável Instrumental de } GPPE_{it} = \frac{DEP_{i,t-1}}{GPPE_{i,t-1}}$$

### 3.1.2.1.1 Ajustes no Modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995)

Para operacionalizar o Modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995) nesta pesquisa foram realizados ajustes: 1) O modelo KS foi estimado sem a “variável de particionamento” e os *accruals* discricionários foram medidos pelo erro estimado no modelo; 2) Na fórmula de cálculo utilizada para obter o valor dos *Accruals* de Balanço (AB); 3) todas as variáveis foram normalizadas, utilizando para isso o valor do Ativo Total do ano anterior ( $AT_{t-1}$ ); 4) As contas de Receita de Vendas Líquidas (REV) que apresentavam saldo negativo foram zeradas, pois refletiam erros de contabilização de deduções de receitas não reconhecidas como operacionais.

O Modelo KS originalmente utiliza a lógica de McNichols e Wilson (1998) e inclui no modelo uma variável para discriminar o efeito dos fatores que motivam o gerenciamento de resultados, uma variável de “particionamento”. Nesta pesquisa, a variável de “particionamento” foi excluída e os *accruals* discricionários foram estimados pelo erro do modelo, tal como ocorre nos modelos de Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1995)

Para efeito de estimação nesta pesquisa, utilizou-se uma formulação diferente do modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995), descrito anteriormente, para calcular os *accruals* no balanço (AB). Esse ajuste foi necessário devido à característica da amostra, que inclui setores diferentes e pela disponibilidade de dados mais consistentes, para evitar erro na mensuração dos *accruals* discricionários. Tal formulação também foi utilizada por Almeida e Almeida (2009) em pesquisa que investigou também o contexto brasileiro.

Os *accruals* no balanço foram estimados por:

$$AB_{i,t} = (AC_{i,t} - CX_{i,t} - PC_{i,t} - DEP_{i,t})/AT_{i,t-1}$$

**Equação 8**

Em que:

$AB_{i,t}$  = *Accruals* no balanço no ano  $t$  para a empresa  $i$  e corresponde à:

$AC_{i,t}$  = Ativo Circulante no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$CX_{i,t}$  = Caixa e/ou Equivalente de Caixa no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$PC_{i,t}$  = Passivo Circulante no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$DEP_{i,t}$  = Depreciação e Amortização no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

$AT_{i,t}$  = Ativo Total no ano  $t$  para a empresa  $i$ .

Em termos da estruturação do Balanço Patrimonial (BP), demonstração financeira a qual as contas para o cálculo dos *Accruals* de Balanço (AB) pertencem, as Equações 7 e 8 são equivalentes<sup>74</sup>, ou seja, não existe diferença no resultado desse cálculo, o que significa que essa mudança não prejudica o cálculo dos AB, mas apresenta um ganho operacional para a coleta dos dados necessários para apurá-lo.

De acordo com a fórmula original do Modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995), ressaltam-se que as variáveis do modelo: *Accruals* no Balanço (AB), Receita de Vendas Líquidas (REV), Despesas Operacionais (EXP) e Ativo Imobilizado Bruto (GPPE) foram normalizadas, utilizando o Ativo Total da empresa no ano anterior ( $AT_{t-1}$ ). As variáveis instrumentais foram mantidas ao nível.

As variáveis do modelo KS foram coletadas no banco de dados da Economática® e extraídas de acordo com suas respectivas contas patrimoniais e de resultado, expressas em moeda original, em milhares e dos demonstrativos individuais, de acordo com a parametrização apresentada no Quadro 11 a seguir. Os demonstrativos financeiros individuais foram utilizados porque todas as companhias da amostra são obrigadas a divulgá-los, o que não ocorre com o consolidado, como no contexto norte-americano, no qual os modelos de *Accruals* discricionários foram testados anteriormente.

As demais variáveis do modelo KS foram mantidas de acordo com a sua formulação original.

---

<sup>74</sup> Por exemplo, considerando que o Ativo Circulante (AC) é composto de uma forma geral das contas Caixa e Equivalentes de Caixa, Clientes (Contas a Receber, Provisão para Crédito de Liquidação Duvidosa), Estoques e Outros Ativos Circulantes, não existe diferença no cálculo ao se utilizar a formulação “Clientes + Estoque + Outros Ativos Circulantes – Passivo Circulante – Depreciação” ou “Ativo Circulante – Caixa e Equivalentes de Caixa – Passivo Circulante – Depreciação”.

Quadro 11 Parametrização das Variáveis do Modelo KS

SIGLA	VARIÁVEL	PARÂMETRO	PERÍODO*
AC	Ativo Circulante	AtvCir Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1998 a 2010
CX	Caixa e/ou Equivalente de Caixa	DpInCP Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1998 a 2009
		Dispon Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:não (Exclusivo para Bancos e outras instituições financeiras)	1998 a 2010
		CaixaEEqCx Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	2010
PC	Passivo Circulante	PasCir Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1998 a 2010
DEP	Depreciação	Deprec Dez ANO* em moeda orig em milhares de 12 meses consolid:não	1998 a 2007
		DeprAmor Dez ANO* em moeda orig em milhares de 12 meses consolid:não	2008 a 2010
AT	Ativo Total	Ativo Tot Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1997 a 2009
ver	Receita de Vendas Líquidas	Receita Dez ANO* em moeda orig em milhares no exercício consolid:não	1997 a 2010
		ReInFi Dez ANO* em moeda orig em milhares no exercício consolid:não (Exclusivo para Bancos e outras instituições financeiras)	1997 a 2010
EXP	Despesas Operacionais	CPV Dez ANO* em moeda orig em milhares no exercício consolid:não	1997 a 2010
		DesAdm Dez ANO* em moeda orig em milhares no exercício consolid:não	1997 a 2010
		DesVen Dez ANO* em moeda orig em milhares no exercício consolid:não	1997 a 2010
GPPE	Ativo Imobilizado Bruto	Imobil Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1997 a 2010
AR	Contas a Receber	ClieCP Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1997 a 2010
INV	Estoques	Estoques Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1997 a 2010

Fonte: Elaborado pela autora, de acordo com a disposição dos dados no banco da Economatica®.

### 3.1.2.2 Variáveis Explicativas dos Mecanismos de Incentivo

As variáveis explicativas de alinhamento de incentivo testam a Hipótese 1 e foram medidas por plano de incentivo dos diretores e administradores (PDA), valor global da remuneração (VGR) e participação nos lucros dos diretores e administradores (PLDA), bem como uma *proxy* de benefícios privados dos administradores, medida pelo percentual de conselheiros internos à empresa no conselho de administração (INT). O Quadro 12 apresenta as variáveis e *proxies* dos mecanismos de alinhamento de incentivo, utilizadas na pesquisa.

#### 3.1.2.2.1 Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores (PDA)

O Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores (PDA) foi medido utilizando a variável *dummy*, sendo 1 se existe plano de incentivo vinculado ao lucro ou 0, caso contrário. Essa

medida é restrita, mas foi amplamente utilizada na literatura, como por exemplo nas pesquisas de Hagerman e Zmijewski (1979), Watts e Zimmerman (1978), Zmijewski e Hagerman (1981), Bowen, Noreem e Lacey (1981), El-gazzar, Lilien e Pastena (1986), Press e Weintrop (1990), Beatty e Weber (2005), Dey et al. (2008). Ao contrário das pesquisas das décadas de 1980 e 1990, espera-se uma associação negativa entre o Plano de Incentivo dos diretores e administradores (PDA) e os *accruals* discricionários (AD), considerando PDA como um mecanismo de atua na restrição do comportamento discricionário, de acordo com a literatura mais recente, relacionada ao plano de incentivo vinculado ao desempenho de uma forma geral, incluindo além do lucro, medidas de valor de mercado, para avaliar o desempenho das ações dos diretores e administradores.

#### **3.1.2.2.2 Valor da Global da Remuneração (VGR)**

A variável VGR foi medida pelo valor total da remuneração paga aos diretores e administradores. Shuto (2007) utilizou essa variável e se espera uma associação negativa entre VGR e o AD.

#### **3.1.2.2.3 Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores (PLDA)**

A participação nos Lucros dos Diretores e Administradores (PLDA) foi medida também por uma variável *dummy*, assumindo o valor de 1 se os diretores e administradores possuem participação no lucro da companhia ou 0, caso contrário. Essa é uma *proxy* que mede também o incentivo baseado no lucro dos diretores e administradores e se espera uma relação negativa entre PLDA e AD.

**Quadro 12 Variáveis Explicativas e Proxies dos Mecanismos de Alinhamento de Incentivo**

VARIÁVEIS (SIGLA)	PROXIES (INDICADORES E MEDIDAS)	Estudos (Ano)	Relação Encontrada pelos autores
Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores (PDA)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Existe plano de incentivo vinculado ao lucro ▪ 0 = Caso Contrário	Hagerman e Zmijewski (1979); Watts e Zimmerman (1978); Zmijewski e Hagerman (1981); Bowen, Noreem e Lacey (1981); El-gazzar, Lilien e Pastena (1986); Press e Weintrop (1990); Beatty e Weber (2005); Dey et al. (2008)	+
Valor Global da Remuneração (VGR)	Valor global da remuneração paga aos diretores e administradores	Shuto (2007)	+
Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores (PLDA)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se os diretores e administradores têm participação nos resultados da empresa. ▪ 0 = Caso Contrário	-	+

Fonte: Elaborada pela autora.

### 3.1.2.3 Variáveis de Monitoramento

As variáveis dos mecanismos de monitoramento testam a Hipótese 2 e foram medidas por tamanho do conselho de administração (TCA), independência do conselho de administração, medida pelo percentual de conselheiros externos à empresa no conselho de administração (EXT), participação dos conselheiros internos no conselho de administração (INT), a existência e o caráter permanente do conselho fiscal (CF, CFP) e a qualidade da auditoria, medida por auditoria externa por grandes empresas (BIG5, BIG4), parecer de auditoria (PAR) e mudança na empresa de auditoria externa (M\_AUD). O Quadro 13 apresenta as variáveis e *proxies* dos mecanismos de monitoramento, utilizadas na pesquisa.

#### 3.1.2.3.1 Tamanho do Conselho de Administração (TCA)

O tamanho do conselho de administração (TCA) foi medido pelo número total de membros do conselho de administração. Espera-se que quanto maior seja o conselho de administração menor seja o nível de *accruals* discricionários, o que implica em uma relação negativa.

### 3.1.2.3.2 Independência do Conselho de Administração (EXT)

A independência do conselho de administração foi medida pelo percentual de conselheiros externos (EXT) no conselho de administração, conforme utilizado pelas pesquisas anteriores. Foram considerados conselheiros externos todos aqueles que compõem o conselho de administração, mas não fazem parte da diretoria.

### 3.1.2.3.3 Conselho Fiscal (CF)

A presença do conselho fiscal substitui nessa pesquisa a variável do comitê de auditoria, pois foi uma escolha do regulador do mercado de capitais implantarem na legislação societária brasileira, desde a Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), o conselho fiscal e não o comitê de auditoria, tal como foi feito em outros países, como nos Estados Unidos.

Duas medidas observam conselho fiscal. A primeira indica a presença ou não de conselho fiscal (CF) e foi medida por uma variável *dummy*, indicando 1 se havia conselho fiscal e 0 se não havia. A segunda (CFP) observa se tal conselho possui um caráter permanente ou não e também foi medida utilizando uma variável *dummy*, indicando 1 se permanente e o caso contrário. Indica-se uma relação negativa entre a presença do conselho fiscal e os *accruals* discricionários.

### 3.1.2.3.4 Qualidade da Auditoria (BIG 5, PAR, M\_AUD)

A variável qualidade da auditoria foi medida de três maneiras. A primeira observou se a companhia foi auditada por uma das cinco grandes empresas de auditoria, no período completo da pesquisa, que são: Ernest e Young (EY), KPMG Auditores Independentes (KPMG), Deloitte (DTTA), Pricewaterhousecoopers (PWC) e Arthur Andersen (AA). Espera-se uma relação negativa entre a auditoria realizada por grandes empresas de auditoria e os *accruals* discricionários.

A outra variável referente a qualidade de auditoria mede o nível de aderência entre os *accruals* discricionários e a capacidade de apreendê-lo por meio do parecer de auditoria. Assim, essa variável foi medida se 1 o parecer de auditoria foi apresentado sem ressalva e 0

caso tenha sido apresentado com ressalva, negativa de opinião ou adverso. Ao contrário das demais variáveis de monitoramento, espera-se uma relação positiva entre o parecer de auditoria e os *accruals* discricionários, demonstrando assim que o parecer do auditor consegue apreender quando os *accruals* estão sendo manipulados.

A última variável que mede a qualidade de auditoria é a mudança da empresa que efetua a auditoria externa da empresa (M\_AUD). Foi indicada com 1 se mudou a empresa de auditoria e 0, caso contrário. Espera-se uma relação negativa entre a mudança de auditor e os *accruals* discricionários.

**Quadro 13 Variáveis Explicativas e Proxies dos Mecanismos de Monitoramento**

VARIÁVEIS (SIGLA)	PROXIES (INDICADORES E MEDIDAS)	Estudos (Ano)	Relação Esperada
Tamanho do Conselho de Administração (TCA)	Número de membros que compõe o conselho de administração	Xie, Davidson III e DaDalt (2003) Lehn, Patro e Zhao (2009) Peasnell, Pope e Young (2005) Coles, Daniel e Naveen (2007) Link, Netter e Yang (2008)	-
Independência do Conselho de Administração (EXT)	Percentual de conselheiros externos no conselho de administração	Weisbach (1988) Byrd e Hickman (1992) Klein (2002a, b) Xie, Davidson III e DaDalt (2003) Lehn, Patro e Zhao (2009) Peasnell, Pope e Young (2005) Boone et al. (2007) Coles, Daniel e Naveen (2007) Link, Netter e Yang (2008) Marra, Mazzola e Prencipe (2011)	-
Conselho Fiscal (CF)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se a empresa possui conselho fiscal implantado. ▪ 0 = Caso Contrário	Trapp (2009) Furuta (2010)	-
Auditoria externa por grandes empresas (BIG 5)	<b>BIG 5</b> <b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se a empresa foi auditada por Ernest e Young (EY), KPMG Auditores Independentes (KPMG), Deloitte (DTTA), Pricewaterhousecoopers (PWC) e Arthur Andersen (AA) 0 = Caso Contrário	Becler et al. (1998) Palmrose (1988) Peasnell, Pope e Young (2005) Almeida e Almeida (2009)	-
Parecer de Auditoria (PAR)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se a empresa recebeu Parecer sem ressalva e ▪ 0 = Caso Contrário	Nelson, Elliot e Tarpley, 2002	+
Mudança da Empresa Auditoria (M_AUD)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se a empresa mudou de empresa de auditoria e ▪ 0 = Caso Contrário		-



### 3.1.2.4 Variáveis de Controle - Complexidade Organizacional

Assume-se nessa pesquisa a proposição de Bushman *et al* (2004), que prediz que os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento são limitados pela complexidade organizacional. Assim, a relação entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e *accruals* discricionários, a relação entre os mecanismos de monitoramento e *accruals* discricionários, bem como o modelo conjunto, foram controlados por métricas que indicam a complexidade da companhia.

As variáveis de controle utilizadas foram tamanho da empresa (TAM\_LN\_AT), ciclo de vida, observado pela idade da companhia (IDAD), estrutura de capital (P\_PL), dívidas de longo prazo (DIV), rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) e setor (SET). O Quadro 13 apresenta as variáveis e proxies para medir complexidade organizacional.

**Quadro 14 Variáveis de Controle – Complexidade Organizacional**

VARIÁVEIS (SIGLA)	PROXIES (INDICADORES E MEDIDAS)	Estudos (Ano)	Relação Esperada
Tamanho da empresa (TAM_LN_AT)	Logaritmo natural do Ativo Total	Hermalin e Weisbach (1998) Klein (2002a) Link, Netter e Yang (2008) Kalyta (2009)	-
Ciclo de vida – Idade da Companhia (IDAD)	Número de anos que a empresa está registrada na CVM	Boone et al. (2007) Link, Netter e Yang (2008)	-
Estrutura de capital (P_PL)	Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período		-
Dívidas de longo prazo (DIV)	Relação entre Exigível a Longo Prazo / Passivo Não Circulante e Ativo Total	Booth e Deli (1999) Bushman et al. (2004) Link, Netter e Yang (2008)	-
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período.		-
Setor (SET), segundo a Classificação Setorial da Bovespa	<b>Variáveis <i>Dummy</i>:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = Se a empresa pertence ao setor e</li> <li>▪ 0 = Caso Contrário</li> </ul> SET1 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis SET2 = Materiais Básicos SET3 = Bens Industriais SET4 = Construção e Transporte SET5 = Consumo não Cíclico SET6 = Consumo Cíclico SET7 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações SET8 = Utilidade Pública	Link, Netter e Yang (2008)	+

	SET9 = Financeiro e Outros.		
<i>SOX</i>	<b>Variáveis Dummy:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = Para os anos após a <i>SOX</i>: 2002 a 2010 e</li> <li>▪ 0 = Para os anos anteriores: 1998 a 2001</li> </ul>	Link, Netter e Yang (2008)	
<i>IFRS1</i>	<b>Variáveis Dummy:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = Para os anos após a <i>IFRS</i> - Europa: 2005 a 2010 e</li> <li>▪ 0 = Para os anos anteriores: 1998 a 2004</li> </ul>		
<i>IFRS2</i>	<b>Variáveis Dummy:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = Para os anos após a <i>IFRS</i> - Brasil: 2008 a 2010 e</li> <li>▪ 0 = Para os anos anteriores: 1998 a 2007</li> </ul>		

Fonte: Elaborado pela autora

### 3.1.3 Especificação dos Modelos

O teste das hipóteses foi realizado por meio da estimação dos modelos especificados a seguir em regressões de dados em painel. O primeiro teste foi realizado por meio da associação dos *accruals* discricionários e os mecanismos de alinhamento de incentivo, cujas *proxies* já foram descritas. O segundo teste pretendeu estimar a associação entre *accruals* discricionário e os mecanismos de monitoramento. No terceiro teste, estimou-se a associação conjunta entre *accruals* discricionários e tanto os mecanismos de incentivo quanto os mecanismos de monitoramento. Todos os testes foram acrescidos de variáveis de controle, que se referem à interferência da complexidade da companhia e de seus negócios.

#### 3.1.3.1 Modelo 1 - Mecanismos de Incentivo

A associação entre *accruals* discricionário e os mecanismos de incentivo foi estimada utilizando o seguinte modelo de regressão de dados em painel:

$$AD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PDA_{i,t} + \beta_2 VGR_{i,t} + \beta_3 PLDA_{i,t} + \sum_1^n \beta_n \text{Controle} + \mu_{i,t}$$

**Equação 9**

Em que:

$AD_{i,t}$  = *Accruals* Discricionários medido pelo modelo KS (1995) da empresa *i* no ano *t*.

$PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa *i* no ano *t*.

$VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\Sigma_1^n \beta_n \text{Controle}$  = Somatório de Variáveis de Controle, que medem a complexidade organizacional. As variáveis de controle utilizadas foram:  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\mu_{i,t}$  = Medida de erro da empresa  $i$  no ano  $t$ .

### 3.1.3.2 Modelo 2 - Mecanismos de Monitoramento

A relação entre os *accruals* discricionários no *reporting* financeiro e os mecanismos de monitoramento foram estimados por meio do seguinte modelo:

$$AD_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 TAM_{i,t} + \delta_2 EXT + \delta_3 BIG5_{i,t} + \delta_4 PAR_{i,t} + \delta_5 M\_AUD_{i,t} + \delta_6 CF_{i,t} + \Sigma_1^n \beta_n \text{Controle} + v_{i,t}$$

**Equação 10**

Em que:

$AD_{i,t}$  = *Accruals* Discricionários medido pelo modelo KS (1995) da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco/ quatro grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\Sigma_1^n \beta_n \text{Controle}$  = Somatório de Variáveis de Controle, que medem a complexidade organizacional. As variáveis de controle utilizadas foram:  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$v_{i,t}$  = Medida de erro da empresa  $i$  no ano  $t$ .

### 3.1.3.3 Modelo 3 - Mecanismos de Alinhamento de Incentivo e de Monitoramento

O modelo 3 estimou a relação conjunta entre mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento, reunindo os dois modelos anteriores.

$$AD_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 PDA_{i,t} + \theta_2 VGR_{i,t} + \theta_3 PLDA_{i,t} + \theta_4 TAM_{i,t} + \theta_5 EXT + \theta_6 BIG5_{i,t} + \theta_7 PAR_{i,t} + \theta_8 M\_AUD_{i,t} + \theta_9 CF_{i,t} + \Sigma_1^n \beta_n \text{Controle} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AD_{i,t}$  = *Accruals* Discricionários medido pelo modelo KS (1995) da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\Sigma_1^n \beta_n \text{Controle}$  = Somatório de Variáveis de Controle, que medem a complexidade organizacional. As variáveis de controle utilizadas foram:  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\varepsilon_{i,t}$  = medida de erro da empresa  $i$  no ano  $t$ .

### 3.1.4 Definição da Base de Dados e Locais de Coleta

A pesquisa utilizou o banco de dados da Economática®, para coletar todas as variáveis do modelo de *accruals* discricionários e de controle. A base de dados DIVEXT para as informações de 1998 à 2008 e EMPRESANET de 2009 e 2010 das informações remetidas à CVM e Bovespa forneceu os dados relativos aos mecanismos de incentivo e de monitoramento, disponíveis no site da CVM < <http://www.cvm.gov.br/> / - ITR, DFP, IAN, IPE, FC, FR e outras Informações, de acordo com o local indicado no Quadro 15, para as respectivas variáveis. A variável de controle para o ciclo de vida, referente ao número de anos que a empresa possui registro na CVM foi a única que foi coletada das Dados Cadastrais de Companhias Abertas da CVM (2011).

A escolha do banco de dados da CVM foi motivado pela credibilidade, segurança e confiabilidade das informações prestadas a mesma por ser um órgão institucional, que possui como atribuição legal acompanhar, fiscalizar e normatizar o mercado de capital, no qual tais empresas estão inseridas e que portanto são obrigadas a seguir suas determinações. A base Economática® utiliza como fonte os dados da empresa enviados a CVM e permitiu o acesso rápido às informações necessárias.

Quadro 15 Local de Coleta de Dados das Variáveis Explicativas e de Controle no DIVEXT (Parte I)

VARIÁVEIS (SIGLA)	PROXIES (INDICADORES E MEDIDAS)	LOCAL DE COLETA DE DADOS	PERÍODO DE DADOS DISPONÍVEL
Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores (PDA)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Existe plano de incentivo dos diretores e administradores vinculado ao lucro 0 = Caso Contrário	SISTEMA DIVEXT / IAN (Informações Anuais) / Grupo 07 – Participações e Remunerações/ Item 01 – Remuneração e Part. dos Admin no Lucro / <b>1 - Part. dos Administradores no Lucro / Sim ou Não</b>	1998 a 2008
		EMPRESANET / Formulário de Referência de 2010 , Ativo <sup>75</sup> , Item 13 Remuneração dos Administradores, <b>13.1 - Política/prática de remuneração.</b>	2009 a 2010
Valor Global da Remuneração (VGR)	Valor global da remuneração paga aos diretores e administradores	SISTEMA DIVEXT / IAN (Informações Anuais) / Grupo 07 – Participações e Remunerações/ Item 01 – Remuneração e Part. dos Admin no Lucro / <b>2 - Valor da Remuneração Global dos Admin. (Reais Mil)</b>	1998 a 2008
		EMPRESANET / Formulário de Referência de 2010 , Ativo, Item 13 Remuneração dos Administradores, <b>13.2 – Remuneração Total por Órgão / Diretoria Estatutária.</b>	2009 a 2010
Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores (PLDA)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se os diretores e administradores têm participação nos resultados da empresa. ▪ 0 = Caso Contrário	SISTEMA DIVEXT / IAN (Informações Anuais) / Grupo 07 – Participações e Remunerações/ Item 01 – Remuneração e Part. dos Admin no Lucro / Coluna “ <b>6 - Valor do Último Exercício (Reais Mil)</b> ” e Linha “ <b>03</b> ” ou “ <b>PARTICIPAÇÕES-ADMINISTRADORES</b> ”.	1998 a 2008
		EMPRESANET / Formulário de Referência de 2010 , Ativo, Item 13 Remuneração dos Administradores, <b>13.2 – Remuneração Total por Órgão / Diretoria Estatutária.</b>	2009 a 2010
Tamanho do Conselho de Administração (TCA)	Número de membros que compõe o conselho de administração	SISTEMA DIVEXT / IAN (Informações Anuais) / Grupo 02 Administração / Quadro 1 – Composição Atual do Conselho de Administração, Fiscal e Diretoria / Item 01 – Composição Atual do Conselho de Administração e Diretoria / <b>Coluna “6 – TIPO DO ADMINISTRADOR”</b>	1998 a 2008
		EMPRESANET / Formulário de Referência de 2010 , Ativo, Item 12 Remuneração dos Administradores, 12. Assembleia e administração / <b>12.6 /8 Composição e experiência profissional da administração e do conselho de administração.</b>	2009 a 2010
Independência do Conselho de Administração (EXT)	Percentual de conselheiros externos no conselho de administração	SISTEMA DIVEXT / IAN (Informações Anuais) / Grupo 02 Administração / Quadro 1 – Composição Atual do Conselho de Administração, Fiscal e Diretoria / Item 01 – Composição Atual do Conselho de Administração e Diretoria / Coluna “ <b>6 – TIPO DO ADMINISTRADOR</b> ”	1998 a 2008
		EMPRESANET / Formulário de Referência de 2010 , Ativo, Item 12 Remuneração dos Administradores, 12. Assembleia e administração / <b>12.6 /8 Composição e experiência profissional da administração e do conselho de administração.</b>	2009 a 2010

Fonte: Elaborado pela autora.

<sup>75</sup> Indica o último formulário de referência, aquele que se encontra Ativo.

Quadro 16 Local de Coleta de Dados das Variáveis Explicativas e de Controle no DIVEXT (Parte II)

VARIÁVEIS (SIGLA)	PROXIES (INDICADORES E MEDIDAS)	LOCAL DE COLETA DE DADOS	PERÍODO DE DADOS DISPONÍVEL
Conselho Fiscal (CF)	<b>Variável Dummy:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = Se a empresa possui conselho fiscal implantado.</li> <li>▪ 0 = Caso Contrário</li> </ul>	SISTEMA DIVEXT / IAN (Informações Anuais) / Grupo 02 Administração / Quadro 1 – Composição Atual do Conselho de Administração, Fiscal e Diretoria / Quadro 01.02 – Composição Atual do Conselho Fiscal / 1 Conselho Fiscal Instalado / <b>Sim ou Não</b>	1998 a 2008
		EMPRESANET / Formulário de Referência de 2010 , Ativo, Item 12 Remuneração dos Administradores, 12. Assembleia e administração / <b>12.1 Estrutura administrativa ou 12.6 /8 Composição e experiência profissional da administração e do conselho de administração.</b>	2009 a 2010
		EMPRESANET / Formulário de Referência de 2010 , Ativo, Item 12 Remuneração dos Administradores, 12. Assembleia e administração / <b>12.1 Estrutura administrativa ou 12.6 /8 Composição e experiência profissional da administração e do conselho de administração.</b>	2009 a 2010

Quadro 17 Local de Coleta de Dados das Variáveis Explicativas e de Controle no DIVEXT (Parte III)

VARIÁVEIS (SIGLA)	PROXIES (INDICADORES E MEDIDAS)	LOCAL DE COLETA DE DADOS	PERÍODO DE DADOS DISPONÍVEL
Auditoria externa por grandes empresas (BIG 5)	<b>BIG 5</b> <b>Variável Dummy:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1 = Se a empresa foi auditada por . Ernest e Young (EY), KPMG Auditores Independentes (KPMG), Delloitte (DTTA), Pricewaterhousecoopers (PWC) e Arthur Andersen (AA)</li> <li>0 = Caso Contrário</li> </ul>	SISTEMA DIVEXT / DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) / Grupo 01 Dados da Empresa / Item 04 Referência / Auditor / <b>4 - Nome/ Razão Social</b>	1998 a 2008
		EMPRESANET / DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) /, Dados Cadastrais / <b>Auditor.</b>	2009 a 2010

Parecer de Auditoria (PAR)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se a empresa recebeu Parecer sem ressalva e ▪ 0 = Caso Contrário	SISTEMA DIVEXT / DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) / <b>Grupo 09 Parecer dos Auditores Independentes</b>	1998 a 2008
		EMPRESANET / DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) /, Pareceres e Declarações / <b>Parecer dos Auditores Independentes.</b>	2009 a 2010
Mudança da Empresa de Auditoria (M_AUD)	<b>Variável Dummy:</b> ▪ 1 = Se a empresa mudou de empresa de auditoria e ▪ 0 = Caso Contrário	SISTEMA DIVEXT / DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) / Grupo 01 Dados da Empresa / Item 04 Referência / Auditor / <b>4 - Nome/ Razão Social</b>	1998 a 2008
		EMPRESANET / DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) /, Dados Cadastrais / <b>Auditor.</b>	2009 a 2010



**Quadro 18 Local de Coleta de Dados das Variáveis de Controle na Economática®**

VARIÁVEL	DADO	PARÂMETRO	PERÍODO*
Tamanho da empresa (TAM_LN_AT)	Ativo Total (AT)	Ativo Tot Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:não	1998 a 2010
Estrutura de capital (P_PL)	Dívida / PL	DivBr/Patr Dez ANO* consolid:não	1998 a 2010
Dívidas de longo prazo (DIV)	Passivo Não Circulante	PasNoCir Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:não	1998 a 2010
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	Lucro Líquido	Lucro Liq Dez ANO* em moeda orig em milhares no exercício consolid:nao	1998 a 2010
	Patrimônio Líquido	Patrim Liq Dez ANO* em moeda orig em milhares consolid:nao	1998 a 2010

Fonte: Elaborado pela autora, de acordo com a disposição dos dados no banco da Economática®.

## 3.2 Contexto e Período da Pesquisa

### 3.2.1 Mercado de Capitais do Brasil

Ao investigar a discricionariedade no *reporting* financeiro, variáveis do contexto institucional tornam-se condicionantes, para que mecanismos de controle desse comportamento sejam eficientes. Estudar as características do mercado de capitais, por exemplo, são essenciais nas análises de variáveis fundamentais da empresa, que são utilizadas para estimar / prever o comportamento de outras métricas de valor, como o preço das ações, conforme indicou o resultado de Lev e Thiagarajan (1993).

O mercado de capitais do Brasil vem se transformando ao longo do tempo e aumentando a sua atração como uma alternativa ao financiamento das empresas brasileiras. Segundo Silveira (2010), o mercado de capitais brasileiro durante o século XX não se constituía em uma alternativa de financiamento das empresas brasileiras, mesmo com sua atividade iniciando por volta do século anterior, por meio da criação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1845 e da Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo em 1895 (que se tornaria a Bolsa de Valores de São Paulo). O autor ressalta que o papel de principal financiador das empresas brasileiras estava, nesse período, concentrado no Estado, que atendia as empresas brasileiras por meio de subsídios e concentrava as atividades econômicas nas empresas estatais. Além disso, Silveira

(2010) descreve que a economia brasileira nesse período era fechada, com reduzidos incentivos a um ambiente competitivo entre as empresas, o que por consequência reduziu as necessidades de inovação, investimento e capacitação dos recursos. Tais características permitiram que o mercado fosse composto apenas de empresas estatais, companhias multinacionais e conglomerados familiares, sendo esse último grupo o que caracteriza ainda hoje o modelo de governança no Brasil (SILVEIRA, 2010).

Marcos regulatórios importantes do início da década de 1960 impulsionaram o seu desenvolvimento, entre os quais: 1) a Lei n.º 4.595, de 1964, que criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, conhecida como Lei da Reforma Bancária; 2) a Lei n.º 4.728, de 1965, a primeira Lei do Mercado de Capitais; 3) a Lei n.º 6.385 de 1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e 4) a Lei n. 6.404 de 1976, a Lei das Sociedades por Ações (SILVEIRA, 2010). Além das regulamentações, segundo Silveira (2010), o governo brasileiro estabeleceu incentivos fiscais para tentar consolidar o mercado, o que aumentou a demanda por ações entre um número pequeno de companhias e resultou em um fenômeno especulativo, causando prejuízos e insegurança no mercado de capitais à época. Ao final da década de 1980, a retirada dos incentivos governamentais e a instabilidade econômica do país fez com que fosse inibido o desenvolvimento desse mercado (SILVEIRA, 2010).

Silveira (2010) ressalta ainda que o processo de retomada e amadurecimento do mercado de capitais ocorreu a partir da década de 1990 em meio à privatização de grandes empresas estatais, como a Vale do Rio Doce e o Sistema Telebrás. Além disso, houve a abertura ao comércio internacional e o início da listagem na Bolsa de Valores de Nova York de um grande número de empresas brasileiras.<sup>76</sup>

Nesse período, o ambiente institucional do Brasil era considerado fraco, caracterizado por um ambiente de alta inflação, volatilidade, instituições subdesenvolvidas e intervencionismo estatal, como destaca Lopes (2002). Além disso, constituía-se em ambiente propício para acirrar conflitos de agência entre os acionistas minoritários e acionistas majoritários, devido à alta concentração na estrutura de propriedade das empresas (ANDERSON, 1999; LOPES, 2002).

---

<sup>76</sup> Para mais detalhes a respeito do processo de emissão de ARDs pelas empresas brasileiras ver Silveira (2010), Capítulo 4.

O mercado de capitais brasileiro começou a mudar, segundo Silveira (2010), a partir de 2004, quando motivadas pela melhoria das condições macroeconômicas, das práticas de governança corporativa e da proteção aos investidores, ocorreu um aumento de ofertas iniciais de ações (IPOs) no período de 2004 a 2007. Isso provocou uma elevação considerável no número de companhias abertas, bem como também uma ligeira redução na concentração acionária nessas companhias. Nesse mesmo período, Silveira (2010) ressalta que houve um maior destaque à governança corporativa pelas empresas, o que provocou a criação e a adoção de práticas melhores de governança corporativa, culminando com a implantação dos níveis diferenciados de governança da Bovespa.

Além disso, nos últimos três anos as companhias abertas tem iniciado a convergência às normas internacionais de contabilidade, emanadas pelo IASB e reguladas pela CVM. O marco regulatório da mudança nos padrões contábeis foi a promulgação da Lei nº 11.638 no final de 2007, que alterou a antiga lei das Sociedades por Ações, de 1976, cujos dispositivos obrigam as companhias abertas a apresentar seus demonstrativos financeiros elaborados segundo a norma internacional de contabilidade, a IFRS. Tal padrão é considerado de maior qualidade e flexibilidade às necessidades informacionais dos integrantes do mercado de capitais.

O período de pesquisa adotado compreende os anos de 1998 a 2010. Essa janela temporal foi escolhida por representar uma possibilidade ampla de teste para hipóteses da pesquisa, assim como para observar o comportamento da política de *reporting* financeiro da empresa, considerada como uma decisão de longo prazo e também as possíveis mudanças nesse comportamento impactadas por eventos que ocorreram nesse período no contexto do mercado de capitais. O ano de 1998 foi escolhido como ano inicial da pesquisa pela disponibilidade no sistema DIVEXT da CVM/Bovespa de informações financeiras e demais proxies utilizadas neste estudo. O ano de 1997, apesar de ter sido o primeiro em que houve a divulgação de informações financeiras via esse sistema, foi utilizado apenas para compor as medidas das variáveis defasadas dos modelos, descritas a seguir.

Além disso, o período total da pesquisa foi fracionado em 3 subperíodos apresentados na Tabela 1, para efeito dos testes de robustez. O primeiro subperíodo divide a amostra em antes e depois da instituição da SOX, no intuito de observar se a regulação da lei norte-americana trouxe consigo um poder explicativo maior aos mecanismos de monitoramento, alguns inclusive que foram regulados por tal Lei. O segundo e o terceiro subperíodos estão

relacionados à implantação do padrão IFRS. O segundo corresponde ao início da implantação do IFRS na Europa e tem o objetivo de identificar se há algum efeito da antecipação na Europa da adoção do novo padrão contábil em relação às companhias abertas do Brasil, considerando a interligação dos mercados de capitais globais e o terceiro, observa o efeito da adoção oficial do padrão IFRS pelas companhias abertas brasileiras.

**Tabela 1 - Subperíodos do Teste da Pesquisa**

Subperíodo	Evento	Período Anterior	Período de Vigência
1	SOX	1998 – 2001	2002-2010
2	IFRS - EUROPA	1998-2004	2005-2010
3	IFRS - BRASIL	1998-2007	2008-2010

O período considerado na pesquisa anterior ao efeito da SOX compreende os anos de 1998 a 2001 e o de vigência da SOX, de 2002 em diante. Para o IFRS na Europa, o período anterior assumido foi de 1999 a 2004 e o de vigência de 2005 a 2010. A adoção no Brasil testa o período anterior de 1998 a 2007 e o período de vigência de 2008 a 2010. Foram realizados testes também, observando conjuntamente esses eventos, utilizando uma variável *dummy* a partir dos anos de 2002, 2005 e 2008, representando respectivamente a adoção da SOX, do padrão IFRS na Europa e no Brasil, respectivamente, cujos detalhes serão tratados na seção de testes de robustez.

### 3.3 População e Seleção da Amostra

A população da pesquisa engloba as companhias abertas do Brasil, que se mantiveram ativas e em operação no período de 1997 a 2010 e que, portanto, sobreviveram às mudanças ocorridas no ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro e mundial ao longo desse período. Especificamente, a escolha dessa população permite observar a influência da evolução e o amadurecimento do ambiente institucional dessas companhias ao longo desse período no comportamento dos mecanismos de alinhamento de incentivo e dos mecanismos de monitoramento do *reporting* financeiro. Assim, pode-se observar se essa evolução modificou a importância de tais mecanismos no decorrer do tempo, bem como a ponderação entre um e outro, que é o objetivo central desta pesquisa.

A escolha das companhias abertas ativas de 1997 a 2010 como população do estudo possui vantagens e desvantagens. Uma das vantagens refere-se ao fato de que o período extenso permite observar a maturação do mercado de capitais, das companhias e de seus negócios. Outra vantagem é que captura como os mecanismos se comportaram em um período de mudanças nas regulações a respeito da governança corporativa das companhias<sup>77</sup>. Uma desvantagem se refere à limitação da análise dos dados, que são restritos às companhias grandes e já estabelecidas, o que é foco de preocupação de alguns pesquisadores, tais como: Hermalin e Weisbach (2003) e Boone *et al.* (2007), pois significa excluir companhias que recém entraram no mercado<sup>78</sup>.

A população de companhias abertas do Brasil para cada ano é apresentada na Tabela 2.

**Tabela 2 - Companhias Abertas Brasileiras por Ano**

<b>Ano</b>	<b>N.º de Empresas</b>	<b>Ano</b>	<b>N.º de Empresas</b>
2010	555	2003	368
2009	535	2002	360
2008	522	2001	351
2007	499	2000	336
2006	437	1999	321
2005	399	1998	307
2004	383	1997	268

Fonte: Dados Cadastrais de Companhias Abertas da CVM (2011)

A Tabela 2 mostra em números o crescimento acentuado de companhias abertas inscritas na CVM de 1997 a 2010 e que se mantiveram em fase operacional nesse período. Esses números evidenciam o aumento das companhias que se capitalizam no mercado de capitais brasileiros, o que representou o crescimento em torno de 48% do número de companhias nesse período.

<sup>77</sup> A literatura apresenta pesquisas que observaram o comportamento desses mecanismos antes ou após mudanças de regulamentação no mercado de capitais. Klein (2002a), por exemplo, observou o comportamento da independência do comitê de auditoria no conselho de administração e outras características do conselho de administração no período de 1992 e 1993, anterior à modificação pela NYSE e NASDAQ de seus normativos em relação ao comitê de auditoria em dezembro de 1999. Marra, Mazzola e Prencipe (2011) observaram o monitoramento do conselho de administração na restrição do gerenciamento de resultado antes e depois da adoção do IFRS na Europa. Os resultados de Klein (2002a) e de Marra, Mazzola e Prencipe (2011) indicam uma melhoria no papel e na efetividade dos mecanismos de monitoramento após a implantação das regulações.

<sup>78</sup> Hermalin e Weisbach (2003) e Boone *et al.* (2007) argumentam que as companhias que foram incluídas recentemente no mercado de capitais são mais prováveis de escolher características /mecanismos de governança que maximizem o seu valor, além de já estarem expostas às novas regulamentações sobre tais mecanismos, do que aquelas já estabelecidas.

### 3.3.1 Seleção da Amostra

A relação completa das companhias abertas foi extraída do banco de dados cadastrais disponibilizado pela CVM em seu *website*, cujo acesso foi realizado em 10/06/2011 por meio do *link*: “Download de dados cadastrais de todas as companhias abertas” (CVM, 2011). Das 2.010 companhias abertas constantes nessa relação, foi extraída uma amostra inicial, selecionada de acordo com os seguintes critérios:

- 1) Companhias abertas que tenham obtido seus respectivos registros nos anos de 1997<sup>79</sup> ou anteriores;
- 2) Companhias abertas com registro ativo<sup>80</sup> na CVM no período de 1997 a 2010;
- 3) Companhias abertas em fase operacional<sup>81</sup> no período de 1997 a 2010.

De acordo com os critérios acima e de posse do banco de dados cadastrais de todas as companhias abertas no *software Microsoft Excel®*, foram realizados os seguintes procedimentos para extrair a amostra inicial:

- 1) Para obter as companhias abertas registradas na CVM nos anos de 1997 ou anteriores:  
Utilizando a função Filtro (*Ctrl+Shift+L*) do *software Microsoft Excel®*, selecionou-se na coluna “DATA DE REGISTRO”, os anos de 1997 e anteriores.

---

<sup>79</sup> Apesar do período da pesquisa abranger os anos de 1998 a 2010, foi incorporado o ano de 1997 no critério de levantamento da amostra inicial, porque existem algumas *proxies*, medidas por meio de variação. Assim, para efeito do cálculo desta variação em 1998, seriam necessários dados de 1997 de companhias abertas nas mesmas condições da amostra do período definido.

<sup>80</sup> De acordo com o item 1.10 – Situação do registro na CVM do Anexo 22 – Conteúdo do Formulário Cadastral da Instrução Normativa CVM n.º 480 de 07 de dezembro de 2009 e alterações posteriores (CVM, 2009), a situação do registro na CVM pode corresponder as seguintes categorias: a) ativo; b) em análise; c) não concedido; d) suspenso e e) cancelado. Optou-se apenas por companhias na categoria de registro ativo, pois nessa categoria tais companhias estavam em pleno usufruto de todas as possibilidades de emissão e negociação de valores mobiliários, o que significa que estavam em plenas condições de assumir relações contratuais decorrentes dessas emissões junto aos administradores, auditores e as instituições vinculadas a suas emissões no mercado de capitais, conforme disposto na Lei n.º 6.385 de 07 de dezembro de 1976 e alterações. (BRASIL, 1976b)

<sup>81</sup> Conforme o item 1.17 – Situação do Emissor do Anexo 22 – Conteúdo do Formulário Cadastral da Instrução Normativa CVM n.º 480 de 07 de dezembro de 2009 e alterações posteriores (CVM, 2009), a situação do emissor pode corresponder as seguintes categorias: a) fase operacional; b) fase pré-operacional; c) em recuperação judicial ou equivalente; d) em recuperação extrajudicial; e) em falência; f) em liquidação extrajudicial; g) em liquidação judicial e h) paralisada. A escolha do emissor na situação de fase operacional também reflete que a companhia aberta estaria em plenas atividades operacionais e em condições de assumir os benefícios e ônus das relações contratuais a que estão sujeitas.

- 2) Para obter as companhias abertas com registro ativo e com emissor em fase operacional<sup>82</sup> no período de 1997 a 2010: Utilizando a função Filtro (*Ctrl+Shift+L*) do *software Microsoft Excel®*, selecionou-se na coluna “SITUAÇÃO”, a situação cadastral do emissor “FASE OPERACIONAL”.
- 3) Checagem das companhias abertas com registro ativo e com emissor em fase operacional em 2011: Foi realizada uma checagem para observar se havia alguma companhia aberta em situação cadastral no ano de 2011, em que fosse possível a mesma estar em “FASE OPERACIONAL” em 2010. As categorias cadastrais consideradas foram: “CONCORDATÁRIA”, “EM RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL”, “EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL”, “PARALISADA” e “SUSPENSO (A) – DECISAO ADM”. Utilizando a função Filtro (*Ctrl+Shift+L*) do *software Microsoft Excel®*, selecionou-se na coluna “DATA DA SITUAÇÃO” apenas o ano de 2011 e considerou-se na amostra inicial as companhias abertas cujas situações foram descritas acima<sup>83</sup>.

A seleção conforme o primeiro critério resultou em 1.436 companhias registradas em 1997 e em anos anteriores, que filtradas pela situação do emissor “FASE OPERACIONAL” foram reduzidas para 267. A checagem realizada incluiu mais uma companhia, o que resultou em uma amostra inicial de 268 companhias abertas, que constam do Anexo A. Tais companhias foram as que se mantiveram na CVM no período completo da pesquisa de 1997 até 2010.

A Tabela 3 mostra o percentual de representação do número de companhias abertas componentes da amostra inicial e o número de companhias da população.

---

<sup>82</sup> Utilizou-se a situação do emissor “FASE OPERACIONAL” para selecionar tanto o critério 1) registro ativo quanto o 2) de situação do emissor, pois no banco de dados cadastrais de todas as companhias abertas, disponibilizados pela CVM (CVM, 2011), na coluna “SITUAÇÃO”, as categorias de ambos as situações estavam juntas. Faziam parte dessas categorias as seguintes: “CANCELADA”, “CONCORDATÁRIA”, “EM RECUPERAÇÃO EXTRAJUDICIAL”, “EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL”, “FALIDA”, “FASE OPERACIONAL”, “FASE PRE-OPERACIONAL”, “LIQUIDAÇÃO”, “LIQUIDAÇÃO EXTRAJUDICIAL”, “PARALISADA” e “SUSPENSO (A) – DECISAO ADM”.

<sup>83</sup> Das 13 companhias abertas selecionadas, apenas a empresa “BUETTNER AS IND E COMERCIO” foi considerada por estar na situação cadastral “EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL” a partir de 13/05/2011. Das demais, 11 estavam na “CANCELADA” e 1 em “FASE OPERACIONAL”, sendo esta última já contemplada.

**Tabela 3 - Representação percentual da Amostra Inicial em relação à População**

<b>Ano</b>	<b>N.º de Empresas</b>	<b>% da Amostra</b>	<b>Ano</b>	<b>N.º de Empresas</b>	<b>% da Amostra</b>
<b>2010</b>	555	<b>48%</b>	<b>2003</b>	368	<b>73%</b>
<b>2009</b>	535	<b>50%</b>	<b>2002</b>	360	<b>74%</b>
<b>2008</b>	522	<b>51%</b>	<b>2001</b>	351	<b>76%</b>
<b>2007</b>	499	<b>54%</b>	<b>2000</b>	336	<b>79%</b>
<b>2006</b>	437	<b>61%</b>	<b>1999</b>	321	<b>83%</b>
<b>2005</b>	399	<b>67%</b>	<b>1998</b>	307	<b>87%</b>
<b>2004</b>	383	<b>70%</b>	<b>1997</b>	268	<b>100%</b>

Fonte: Elaborado pela autora, de acordo com Dados Cadastrais de Companhias Abertas da CVM (2011)

Os números indicados na Tabela 3 evidenciam que um aumento no número da amostra inicial de companhias abertas se manteve ativa no mercado de capitais e em fase operacional, no decorrer do período da pesquisa. Esse dado é apenas ilustrativo e não significa que há representatividade estatística da amostra, serve apenas para se observar que em termos numéricos as companhias constantes da amostra inicial compõem um percentual elevado, quando não se considera o número de companhias abertas no volume de entrantes apenas, que saíram ou não estão em sua fase normal de operações.

Da amostra inicial de 268 companhias abertas, foram aplicados os seguintes critérios adicionais de seleção em função das medidas das variáveis e disponibilidades dos dados. Assim, foram retiradas da amostra inicial as companhias que:

- Não tinham o término de seus exercícios sociais em 31/12 cada ano do período de pesquisa;
- Não mantiveram durante todo o período da pesquisa suas ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)
- Não tinham dados financeiros completos divulgados no banco de dados DIVEXT da CVM /Bovespa ou no banco de dados da Economática®.

A composição amostral está explicitada na Tabela 4 a seguir.



**Tabela 4 - Composição da amostra da pesquisa**

<b>Composição da Amostra</b>	<b>Cias</b>	<b>Período Total (1998-2010)</b>
<b>Amostra Inicial</b>	<b>268</b>	<b>3.484</b>
(-) Término do Exercício Social diferente de 31/12	(2)	(26)
(-) Companhias que não tinham ações negociadas na Bovespa	(57)	(741)
(-) Número de empresas com dados incompletos no período estudado.	(11)	(143)
<b>Amostra Final</b>	<b>198</b>	<b>2.574</b>

A Tabela 4 mostra que de 268 empresas que compunham a amostra inicial, foram excluídas ao todo 70 companhias, dentre as excluídas 2 possuíam o término do exercício social em data diferente de 31/12, 57 companhias não possuíam ações negociadas na Bovespa, o que impossibilitava o cálculo da *proxy* de retorno e acesso a dados financeiros públicos e 11 não dispunham de dados financeiros completos para todo o período nas bases de dados utilizadas na pesquisa. Essas exclusões resultaram em uma amostra final de 198 por ano, totalizando 2.574 durante todo o período.

### 3.3.2 Descrição da Amostra Final

As 198 companhias componentes da amostra final da pesquisa apresentam-se divididas, segundo o critério de setor/ atividades da CVM em 24 setores. A Tabela 5 apresenta o número de companhias e seus respectivos setores.

**Tabela 5 - Amostra Final por Setor**

<b>Setores - CVM</b>	<b>N.º de Cias</b>	<b>%</b>
SET 1 - Bens Industriais	23	12
SET 2 - Construção e Transporte	18	9
SET 3 - Consumo Cíclico	42	21
SET 4 - Consumo Não Cíclico	13	7
SET 5 - Financeiro e Outros	32	16
SET 6 - Materiais Básicos	33	17
SET 7 - Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	1
SET 8 - Tecnologia da Informação e Telecomunicações	6	3
SET 9 - Utilidade Pública	29	15
<b>TOTAL</b>	<b>198</b>	<b>100</b>

Seguindo os setores da Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, pode-se identificar que a maioria das companhias abertas da amostra pertencem ao setor de consumo cíclico(42), seguido de materiais básicos (33), financeiro e outros (32), utilidade pública (29) e bens industriais (23), totalizando 159, o que corresponde à 80% da amostra.

Dos 9 setores classificados, 4 são compostos por número menor do que 20 companhias, que são: construção e transporte (18), consumo não cíclico (13), Petróleo, gás e biocombustíveis (2) e tecnologia de informação e telecomunicações (6).

A Tabela 6 apresenta a estatística descritiva das variáveis estimadas na pesquisa para as 198 companhias abertas contempladas na amostra.

**Tabela 6 Estatística descritiva das variáveis para o cálculo dos Accruals de Balanço e Accruals Discricionários (Modelo KS)**

Variáveis	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Primeiro Quartil	Terceiro Quartil
<b>Painel A: Accruals de Balanço (AB)</b>						
AC	2.574	2.472.820	20.200.000	110.982	19.923	499.403
CX	2.574	236.700	1.308.516	6.415	406	57.598
PC	2.574	2.710.647	23.000.000	90.468	22.105	439.848
DEP	2.574	94.080	474.594	4.549	268	24.907
AT_t-1	2.574	5.571.046	31.200.000	392.310	128.306	1.744.814
AB	2.574	(568.607)	5.746.034	(4.338)	(95.969)	20.311
AB / AT_t-1	2.565*	(2,15)	26,36	(0, 01)	(0,17)	0,04
<b>Painel B: Accruals Discricionários (AD)</b>						
VER	2.574	1.607.335	8.268.570	112.389	1.507	658.199
REV / AT_t-1	2.574	0,56	0,67	0,36	0,01	0,86
INST1	2.574	2,03	35,06	0,09	0,00	0,20
EXP	2.574	983.524	4.950.600	92.786	11.133	472.971
EXP / AT_t-1	2.574	0,63	2,12	0,34	0,03	0,79
INST2	2.574	(3,13)	32,67	(0,19)	(0,74)	0,06
GPPE	2.574	1.036.984	6.436.297	32.326	2.332	188.287
GPPE / AT_t-1	2.574	0,25	0,36	0,15	0,01	0,40
INST3	2.574	2,12	24,00	0,09	0,03	0,18
AD	2.565*	(0,002)	90,51	2,78	(2,92)	18,70

$AB_{it}$  = Accruals no balanço no ano  $t$  para a empresa  $i$  e calculado pela equação:  $AB_{it} = (AC_{i,t} - CX_{i,t} - PC_{i,t} - DEP_{i,t})/AT_{i,t-1}$ .  $AC_{i,t}$  = Ativo Circulante no ano  $t$  para a empresa  $i$ .  $CX_{i,t}$  = Caixa e/ou Equivalente de Caixa no ano  $t$  para a empresa  $i$ .  $PC_{i,t}$  = Passivo Circulante no ano  $t$  para a empresa  $i$ .  $DEP_{i,t}$  = Depreciação e Amortização no ano  $t$  para a empresa  $i$ .  $AT_{i,t-1}$  = Ativo Total no ano  $t-1$  para a empresa  $i$ .  $REV_{i,t}$  = Receita de Vendas Líquida no ano  $t$  para a empresa  $i$ .  $EXP_{i,t}$  = Despesas operacionais (custo de produtos e/ou serviços vendidos, despesas administrativas e de vendas antes da depreciação) no ano  $t$  para a empresa  $i$ .  $GPPE_{i,t}$  = Ativo Imobilizado Bruto no ano  $t$  para a empresa  $i$ .  $INST1 = \delta_{1,i,t}$  = Variável Instrumental de  $REV_{i,t} = \frac{AR_{i,t-1}}{REV_{i,t-1}}$   $INST2 = \delta_{2,i,t}$  = Variável Instrumental de  $EXP_{i,t} = \frac{INV_{i,t-1} + OCA_{i,t-1} - CL_{i,t-1}}{EXP_{i,t-1}}$ .  $INST3 = \delta_{3,i,t}$  =

Variável Instrumental de  $GPPE_{i,t} = \frac{DEP_{i,t-1}}{GPPE_{i,t-1}}$ .  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.

\* Para efeito de cálculo das medidas descritivas dessa variável, alguns dados foram desconsiderados pelo sistema Stata10. Por esse motivo, o número de observações consideradas válidas difere da amostra final considerada na pesquisa de 2.574, ficando esta reduzida à 2.565 para o cálculo dessa variável.

O Painel A apresenta a estatística descritiva para as variáveis de cálculo dos *Accruals* de Balanço e o Painel B apresenta as mesmas estatísticas para as variáveis de estimação dos *Accruals* discricionários, de acordo com o Modelo KS (1995) e para a própria variável de *accruals* discricionário estimada.

As 2.574 observações referentes as 198 empresas no período de 1998 a 2010, que compõem a amostra possuem em média (mediana) *accruals* de balanço negativos de 568.607 (4.338) mil reais, sendo que possuem em média (mediana) ativos circulantes de 2.472.820 (110.982) mil reais, 236.700 (6.415) mil reais de caixa e equivalentes de caixa, passivos circulantes de 2.710.647 (90.468) mil reais e de depreciação de 94.080 (4.549) mil reais. Contudo, existe uma grande dispersão na amostra, indicada por um desvio-padrão dos *accruals* de balanço de 5.746.034 mil reais.

Durante o cálculo dos *accruals* de balanço, o programa estatístico de estimação descartou 9 observações, razão pela qual os *accruals* de balanço divididos pelo Ativo Total do Ano Anterior e todos os modelos estimados apresentaram 2.565 observações. A medida ponderada de *accruals* de balanço possui comportamento semelhante aos dos *accruals* de balanço bruto negativo, em média (mediana) de -2,15 (-0,01).

Em média (mediana), a receita operacional líquida das 2.574 observações foi de 1.607.335 (112.389) mil reais, as despesas operacionais de 983.524 (92.786) e os ativos imobilizados brutos de 1.036.984 (32.326). Da mesma maneira, existe muita dispersão na amostra, observada por um desvio-padrão de 8.268.570, 4.950.600 e 6.436.297 mil reais, respectivamente, para as receitas operacionais líquidas, despesas operacionais e ativo imobilizado bruto.

Os *accruals* discricionários estimados por meio do Modelo KS (1995) apresentam-se com variação média negativa de 0,002. Contudo, os *accruals* discricionários estimados possuem uma mediana positiva de 2,78, conservando também a dispersão da amostra, expressa por um desvio-padrão de 90,51.

A Tabela 7 mostra a estatística descritiva das variáveis dos mecanismos de incentivo e de monitoramento e as que indicam a complexidade organizacional. O Painel A mostra a dos mecanismos de incentivo, o Painel B a dos mecanismos de monitoramento e o Painel C as da complexidade organizacional. No Painel A, observa-se que a maioria das 2.574 observações da amostra das 198 companhias abertas da amostra no período de 1998 a 2010 possuem plano de incentivo de diretores e administradores vinculados ao lucro, porém a maioria também não disponibiliza aos administradores e diretores participação nos resultados.

O valor global da remuneração dos administradores, em média, para as 2.574 observações foi de 1,255.087 reais, porém com um desvio-padrão de 4.905.490, mostrando que existe muita variância entre as observações, o que também é indicado por uma mediana de 5.000, muito afastada da média.

**Tabela 7 Estatística Descritiva das variáveis dos Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento e a Complexidade Organizacional**

Variáveis	Obs.	Média/*Moda	Desvio-Padrão	Mediana	Primeiro Quartil	Terceiro Quartil
<b>Painel A: Mecanismos de Incentivo</b>						
PDA*	2.574	1	-	-	0	1
VGR	2.574	1.255.087	4.905.490	5.000	409	1.146.824
PLDA*	2.574	0	-	-	0	1
<b>Painel B: Mecanismos de Monitoramento</b>						
TCA	2.574	6	3	6	4	8
EXT	2.574	80%	15%	80%	67%	100%
BIG5*	2.574	1	-	-	0	1
PAR*	2.574	1	-	-	1	1
M_AUD*	2.574	0	-	-	0	0
CF*	2.574	0	-	-	0	1
<b>Painel C: Complexidade Organizacional</b>						
TAM_LN_AT	2.574	13,03	2,36	13	11,85	14,48
P_PL	2.574	2,57	17,55	0,77	0,17	1,85
DIV	2.574	1,48	8,92	0,54	0,29	0,78
IDAD	2.574	23	11	25	15	31
ROE	2.574	4,06	205,85	0,1	0,01	0,2

$PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .

\* Para as variáveis *dummy* foram calculadas como medidas descritivas a moda e os quartis.

No Painel B, em média (mediana), as 2.574 observações da amostra possuem 6 (6) membros no conselho de administração, sendo que 80%(80%) desses conselheiros são externos à administração da companhia. Além disso, observou-se que dessas 2.574 observações são mais frequentes aquelas que são auditadas por uma das cinco maiores empresas de auditoria e com pareceres de auditoria ressalvados. Não é frequente nessas observações mudanças nas empresas de auditoria e nem tampouco a presença de um conselho fiscal.

O Painel C mostra a estatística descritiva da complexidade organizacional. As características das 2.574 observações mostra que a amostra é composta por companhias grandes, com tamanho em logaritmo natural de 13,03, em média, possuindo em torno de 3% de dívidas em relação ao capital próprio, apresentando em média de dívida de longo prazo em torno de 1,48 (54%). São observações com 23 anos de registro na CVM e com um retorno sobre o patrimônio líquido de 4,06.

A Tabela 8 apresenta a correlação de Pearson (valor P) entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo e de monitoramento. *Accruals* discricionários e plano de incentivo de diretores e administradores apresentaram uma correlação negativa a 5% de significância, indicando que quando a companhia apresenta um plano de incentivo a diretores e administradores vinculados ao lucro menor serão os *accruals* discricionários. Para as demais variáveis relativas aos mecanismos de incentivo não foi observada correlação significativa com os *accruals* discricionários.

Em relação às correlações entre os mecanismos de alinhamento de incentivo, observou-se que existem correlações positivas e significantes entre PDA e PLDA de 47% e entre VGR e PLDA de 5%. Isso pode indicar que os mecanismos de incentivo, utilizados no modelo podem atuar como mecanismos substitutos. Apenas PDA e VGR não apresentaram correlação significativa entre si.

O tamanho do conselho de administração (TCA) apresentou correlação positiva e significativa fraca com *accruals* discricionários de 4% (5% de significância). Os demais mecanismos de monitoramento não estão correlacionados significativamente com *accruals* discricionários.

Quanto à correlação entre os mecanismos de monitoramento, a Tabela 8 mostra que o percentual de conselheiros externos (EXT) tem uma correlação positiva de 37% com o tamanho do conselho de administração (TAM) ao nível de 1% de significância, indicando que quanto maior o número de membros do conselho de administração maior é o percentual de conselheiros externos (EXT). O tamanho do conselho de administração (TCA) apresenta correlação positiva com mais três mecanismos de monitoramento à 1%, que são: BIG5 e TCA a 28%, CF e TCA a 24% e PAR e TCA, 5%.

Tabela 8 Correlação de Pearson (Valor P) entre *Accruals* Discricionários e os Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento

	<i>AD</i>	<i>PDA</i>	<i>VGR</i>	<i>PLDA</i>	<i>TCA</i>	<i>EXT</i>	<i>BIG5</i>	<i>CF</i>	<i>PAR</i>	<i>M_AUD</i>
<b>AD</b>	<b>1,0000</b>									
<b>PDA</b>	-0,0469* (0,0176)	<b>1,0000</b>								
<b>VGR</b>	0,0195 (0,3225)	0,0141 (0,4736)	<b>1,0000</b>							
<b>PLDA</b>	-0,0236 (0,2329)	0,4738* (0,000)	0,0531* (0,0071)	<b>1,0000</b>						
<b>TCA</b>	0,0403* (0,0414)	0,0101 (0,6097)	0,1511* (0,0000)	0,0470* (0,0171)	<b>1,0000</b>					
<b>EXT</b>	0,0011 (0,9554)	-0,0318 (0,1070)	0,1089* (0,0000)	0,0221 (0,2629)	0,3766* (0,0000)	<b>1,0000</b>				
<b>BIG5</b>	0,0299 (0,1297)	0,0317 (0,1081)	0,1044* (0,0000)	0,0926* (0,0000)	0,2824* (0,0000)	0,2522* (0,0000)	<b>1,0000</b>			
<b>CF</b>	0,0214 (0,2794)	0,0632* (0,0013)	0,1310* (0,0000)	0,1699* (0,0000)	0,2403* (0,0000)	0,1811* (0,0000)	0,1158* (0,0000)	<b>1,0000</b>		
<b>PAR</b>	-0,0251 (0,2030)	0,1229* (0,0000)	0,0694* (0,0004)	0,2009* (0,0000)	0,0552* (0,0051)	0,1042* (0,0000)	0,2144* (0,0000)	0,0994* (0,0000)	<b>1,0000</b>	
<b>M_AUD</b>	0,0137 (0,4865)	0,0017 (0,9307)	-0,0260 (0,1878)	-0,0110 (0,5760)	-0,0113 (0,5663)	-0,0008 (0,9682)	-0,0468* (0,0177)	0,0714* (0,0003)	-0,0522* (0,0081)	<b>1,0000</b>

$AD_{it}$  = *Accruals* Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Os conselheiros externos ao conselho de administração (EXT) apresentam uma correlação positiva com BIG5 de 25%, com CF de 18% e de PAR 10%, em nível de 1% de significância. Isso indica que quanto maior é o percentual de conselheiros externos no conselho de administração maior a probabilidade das companhias serem auditadas por grandes companhias, possuírem conselho fiscal e apresentarem parecer com ressalva.

As BIG5 possuem uma correlação positiva com CF a 11% e PAR de 21%, a 1% de significância e negativa com M\_AUD de 4%, a 5% de significância. Isso mostra que companhias que são auditadas pelas maiores empresas de auditoria tem maior probabilidade de possuírem conselho fiscal e parecer ressalvado de auditoria e menor troca de empresas de auditoria.

O CF é positivamente correlacionado a PAR de 9% e M\_AUD de 7%, a 1% de significância. Isso indica que companhias que apresentam conselho fiscal tem maior probabilidade de possuir parecer de auditoria, ressalvado e troca da empresa de auditoria. PAR e M\_AUD também são negativamente correlacionada, sugerindo que companhias que apresentam parecer de auditoria tem menor probabilidade de mudar de auditoria.

Quanto a correlação entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento, observou-se que todos aqueles que apresentam correlação, a mesma se manifesta positivamente. Assim, PDA e CF estão correlacionados a 6% e PDA e PAR, a 12%, indicando que companhias cujos os diretores e administradores possuem plano de incentivo possuem probabilidade de possuir conselho fiscal e parecer ressalvado. VGR está correlacionado positivamente com TCA, a 15%, EXT, a 10%, BIG5, a 10%, CF 13% e PAR, a 6%. Isso indica que quanto maior é o valor global da remuneração maior é a probabilidade das companhias possuírem maior número de membros do conselho de administração, maior percentual de conselheiros externos, ser auditadas pelas cinco maiores empresas de auditoria externa, possuírem conselho fiscal e apresentarem parecer de auditoria ressalvado.

Por fim, PLDA apresenta correlação positiva a 5% de significância com TCA e a 1% de significância com BIG5, CF e PAR. Essa correlação mostra que as companhias que apresentam plano de lucros aos diretores e administradores possuem maior probabilidade de apresentar um maior número de conselheiros no conselho de administração, ser auditada por

uma das cinco maiores empresas de auditoria, possuir conselho fiscal e parecer de auditoria ressaltado.

**Tabela 9 Correlação de Pearson (Valor P) entre as Variáveis da Complexidade Organizacional**

	<i>AD</i>	<i>TAM_LN_AT</i>	<i>P_PL</i>	<i>DIV</i>	<i>IDAD</i>	<i>ROE</i>
<i>AD</i>	<b>1,0000</b>					
<i>TAM_LN_AT</i>	<b>0.3203*</b> (0.0000)	<b>1,0000</b>				
<i>P_PL</i>	0.0206 (0.2966)	<b>0.0407*</b> (0.0389)	<b>1,0000</b>			
<i>DIV</i>	<b>-0.2466*</b> (0.0000)	<b>-0.2772*</b> (0.0000)	-0.0174 (0.3784)	<b>1,0000</b>		
<i>IDAD</i>	<b>0.0406*</b> (0.0396)	<b>0.0750*</b> (0.0001)	-0.0161 (0.4137)	-0.0108 (0.5834)	<b>1,0000</b>	
<i>ROE</i>	<b>-0.0841*</b> (0.0000)	<b>-0.0841*</b> (0.0000)	-0.0308 (0.1185)	-0.0008 (0.9695)	-0.0317 (0.1076)	<b>1,0000</b>

$AD_{it}$  = *Accruals* Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  
 $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .

A Tabela 9 apresenta a correlação entre *Accruals* Discricionários (*AD*) e as Variáveis da Complexidade Organizacional. As variáveis *TAM\_LN\_AT* e *IDAD* possuem correlação positiva a 32% e 4%, respectivamente a 1% e 5% com *accruals* discricionários. Isso mostra que quanto maior a companhia e quanto mais tempo estiver registrada na CVM maior é a variação dos *accruals* discricionários. Com *DIV* e *ROE*, *accruals* discricionários possuem correlação negativa com 24% e 8%, respectivamente, a 1% de significância, o que indica que quanto maior a variação dos *accruals* discricionários menor o percentual de dívidas de longo prazo e o retorno sobre o patrimônio líquido. *P\_PL* não apresentou correlação significativa com *accruals* discricionários.

A Tabela 9 também evidencia a influência do tamanho da empresa nas demais variáveis, que medem complexidade organizacional. *TAM\_LN\_AT* apresenta correlação positiva entre *P\_PL* e *IDAD*, a 4% e 7%, respectivamente e correlação negativa com *DIV* e *ROE*, de 27% e 8%. Isso indica que quanto maior o tamanho da companhia, maior a relação entre dívida e patrimônio líquido e maior é o tempo de registro da empresa na CVM. E quanto maior o tamanho da companhia menor a dívida e o retorno do patrimônio líquido.



Tabela 10 Correlação de Pearson (Valor P) entre as Variáveis dos Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento e de Complexidade Organizacional

	<i>TAM_LN_AT</i>	<i>P_PL</i>	<i>DIV</i>	<i>IDAD</i>	<i>ROE</i>
<b>PDA</b>	0.0060 (0.7616)	0.0241 (0.2207)	-0.0461* (0.0194)	0.0776* (0.0001)	-0.0199 (0.3128)
<b>VGR</b>	0.1334* (0.0000)	0.0038 (0.8472)	-0.0181 (0.3594)	0.0803* (0.0000)	-0.0043 (0.8290)
<b>PLDA</b>	0.1211* (0.0000)	-0.0202 (0.3059)	-0.0648* (0.0010)	0.1337* (0.0000)	-0.0117 (0.5542)
<b>TCA</b>	0.1952* (0.0000)	0.0055 (0.7809)	-0.0246 (0.2123)	-0.0129 (0.5115)	-0.0016 (0.9371)
<b>EXT</b>	0.1981* (0.0000)	-0.0010 (0.9600)	-0.0293 (0.1376)	-0.0719* (0.0003)	-0.0182 (0.3566)
<b>BIG5</b>	0.1187* (0.0000)	0.0133 (0.4992)	-0.0102 (0.6039)	-0.1072* (0.0000)	0.0169 (0.3908)
<b>CF</b>	0.1904* (0.0000)	-0.0123 (0.5342)	0.0247 (0.2095)	0.1211* (0.0000)	-0.0143 (0.4692)
<b>PAR</b>	0.0853* (0.0000)	-0.0619* (0.0017)	-0.0221 (0.2630)	0.0441* (0.0252)	0.0094 (0.6346)
<b>M_AUD</b>	0.0173 (0.3809)	0.0033 (0.8673)	0.0048 (0.8091)	0.0138 (0.4846)	0.0405* (0.0401)

PDA<sub>i,t</sub> = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa *i* no ano *t*. VGR<sub>i,t</sub> = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa *i* no ano *t*. PLDA<sub>i,t</sub> = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa *i* no ano *t*. TCA<sub>i,t</sub> = Tamanho do Conselho de Administração da empresa *i* no ano *t*. EXT<sub>i,t</sub> = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa *i* no ano *t*. BIG5<sub>i,t</sub> = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa *i* no ano *t*. CF<sub>i,t</sub> = Presença do Conselho Fiscal da empresa *i* no ano *t*. PAR<sub>i,t</sub> = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa *i* no ano *t*. M\_AUD<sub>i,t</sub> = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa *i* no ano *t*. TAM\_LN\_AT<sub>i,t</sub> = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa *i* no ano *t*. P\_PL<sub>i,t</sub> = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa *i* no ano *t*. DIV<sub>i,t</sub> = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa *i* no ano *t*. IDAD<sub>i,t</sub> = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa *i* no ano *t*. ROE<sub>i,t</sub> = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa *i* no ano *t*.

Em relação à correlação entre os mecanismos de incentivo e as variáveis de complexidade organizacional observa-se que PDA e DIV apresentam correlação negativa de 4% ao nível de 5% de significância e PDA e IDAD possuem correlação positiva de 8% ao nível de 1% de significância. Essas correlações mostram que as companhias que possuem plano de incentivo de diretores e administradores vinculados ao lucro apresentam dívidas de longo prazo menores e possuem maior tempo de registro na CVM. TAM\_LN\_AT, P\_PL e ROE não estão correlacionados significativamente com PDA. VGR apresenta correlação positiva e significativa a 1% com TAM\_LN\_AT, de 13% e IDAD, 8%, indicando que quanto maior é o valor global de remuneração dos administradores maior é a companhia e mais tempo de registro da CVM a companhia possui. VGR não apresentou correlação significativa com P\_PL, DIV e ROE. PLDA está correlacionado positivamente com TAM\_LN\_AT, 12% e IDAD, 13% e negativamente com DIV, 7%, a 1% de significância. Tal correlação mostra que companhias que possuem plano de participação nos lucros de diretores e administradores possuem maior probabilidade de serem grandes, serem registradas na CVM por mais tempo e possuírem um volume menor de dívidas de longo prazo. Não há correlação entre PLDA e P\_PL e ROE.

Os mecanismos de monitoramento TCA, EXT, BIG5, CF e PAR apresentam correlação positiva com a variável de complexidade organizacional TAM\_LN\_AT, a 19%, 19%, 11%, 19% e 8%, respectivamente, ao nível de 1% de significância. Isso indica que quanto maior o tamanho da companhia maior a probabilidade do conselho de administração possuir uma maior quantidade de conselheiros, maior o percentual de conselheiros externos do conselho de administração, maior a probabilidade da companhia ser auditada por uma das grandes empresas de auditoria, de possuir conselho fiscal e de apresentar parecer de auditoria ressalvado. No mesmo sentido, IDAD está correlacionado negativamente com EXT e BIG5 e positivamente relacionado com CF e PAR. Isso significa que quanto maior é o tempo de registro da companhia na CVM maior é a probabilidade da companhia possuir a maioria de conselheiros externos no conselho de administração e de ser auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria, bem como é menor a probabilidade de possuir conselho fiscal e parecer ressalvado. PAR e P\_PL apresentam uma correlação negativa de 6% significativa e M\_AUD e ROE possuem uma correlação positiva de 4%, com 5% de significância. Tais correlações mostram que companhias que possuem parecer ressalvado apresentam uma menor relação entre passivo e patrimônio líquido e aquelas que tem a maior probabilidade de mudar de empresa de auditoria apresentam maior retorno sobre o patrimônio líquido.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISES DOS RESULTADOS

O objetivo dessa seção é apresentar e analisar os resultados dos testes empíricos dos modelos preditos. Tais modelos estimam as variações dos *accruals* discricionários (DA) em função das variações das *proxies* dos mecanismos de incentivo e mecanismos de monitoramento, controlados por variáveis que indicam a complexidade das companhias que compõe a amostra.

### 4.1 Resultados dos Testes das Hipóteses

#### 4.1.1 Hipótese do Incentivo

A hipótese 1 testou as variações nos mecanismos de incentivo e os *accruals* discricionários. A Tabela 11 mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor. O modelo foi estimado pelo método POLS e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 8% das variações dentro das observações, 21% entre as companhias e 13% do modelo geral, sem setor e 8%, 22% e 13%, respectivamente, quando controlados por setor.

A variável relativa à Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores mostrou-se significativa à 10% para explicar as variações nos *accruals* discricionários das 2.565 observações da amostra, variando negativamente de acordo com o conjecturado na hipótese 1. Isso significa que as companhias cujos diretores e administradores possuem participação nos lucros possuem menores níveis de *accruals* discricionários, evidenciando que tal mecanismo de incentivo atua na restrição do comportamento discricionário do administrador na definição da política contábil de *reporting* financeiro.

**Tabela 11 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações**

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
INTERCEPTO	?	-1,91 (0,056)	-1,67 (0,096)
PDA	-	-0,14 (0,888)	-0,21 (0,837)
VGR	-	-1,06 (0,291)	-1,10 (0,273)
PLDA	-	-1,94 (0,052)	-1,92 (0,055)
TAM_LN_AT	+	2,20 (0,028)	1,91 (0,056)
P_PL	?	0,45 (0,655)	0,37 (0,714)
DIV	?	-1,17 (0,243)	-1,17 (0,244)
IDAD	?	-2,88 (0,004)	-2,09 (0,036)
ROE	?	-7,33 (0,000)	-6,39 (0,000)
SET1	?		0,38 (0,702)
SET2	?		0,75 (0,451)
SET3	?		0,91 (0,361)
SET4	?		0,31 (0,756)
SET5	?		-0,49 (0,625)
SET6	?		1,32 (0,188)
SET7	?		-0,97 (0,331)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,28 (0,781)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0869	0,0871
R <sup>2</sup> (entre)		0,2149	0,2288
R <sup>2</sup> (geral)		0,1310	0,1370
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0

$AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública.

A regressão do modelo 1, apresentada na Tabela 11, mostra ainda que TAM\_LN\_AT, IDAD e ROE se mostraram variáveis significativas para explicar também as variações de *accruals* discricionários, sendo que TAM\_LN\_AT varia positivamente e IDAD e ROE negativamente com *accruals* discricionários, o que significa que quanto maior a companhia maiores os níveis de *accruals* discricionários e quanto maior o tempo de registro na CVM e maior o retorno sobre o patrimônio líquido menor os níveis de *accruals* discricionários. Esses resultados se mantiveram os mesmos quando controlados ou não por setor. Os demais mecanismos de alinhamento de incentivo não se mostraram significativos. P\_PL e DIV também não se mostraram significativas para explicar as variações de *accruals*.

#### 4.1.2 Hipótese do Monitoramento

A hipótese 2 testava uma associação negativa entre mecanismos de monitoramento e os *accruals* discricionários. A Tabela 12 mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de monitoramento para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor. O modelo foi estimado pelo método POLS e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 9% das variações dentro das observações com e sem setor, 20 e 21% entre as companhias sem e com setor, respectivamente, e 13% do modelo geral, sem setor e com setor.

O mecanismo de monitoramento que se mostrou significativo para estimar as variações dos *accruals* discricionários foi o percentual de conselheiros externos no conselho de administração (EXT), que apresentou variação negativa, evidenciando que um maior percentual de conselheiros externos no conselho de administração restringe os níveis de *accruals* discricionários, controlando o comportamento do administrador na definição da política contábil de *reporting* financeiro, como indicado pela literatura. Os demais mecanismos de monitoramento não se mostraram significativos para explicar as variações dos *accruals* discricionários estimados.

As variáveis que se mantiveram significativas no modelo 2 foram as mesmas do modelo 1, apresentado na Tabela 11, sendo que TAM\_LN\_AT varia positivamente em relação aos níveis de *accruals* discricionários e IDAD e ROE variam negativamente. Tais resultados se mantêm os mesmos, caso controlados ou não por setor.

**Tabela 12 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações**

Variáveis dos Mecanismos de Monitoramento	Sinal Predito	AD (sem setor)	AD (com setor)
INTERCEPTO	?	-1,80 (0,072)	-1,50 (0,134)
TCA	-	0,51 (0,613)	0,50 (0,616)
EXT	-	-1,68 (0,092)	-1,68 (0,093)
BIG5	-	1,23 (0,220)	1,20 (0,229)
CF	-	-0,66 (0,511)	-0,56 (0,576)
PAR	-	-1,20 (0,229)	-1,22 (0,222)
M_AUD	-	0,65 (0,518)	0,61 (0,540)
TAM_LN_AT	+	2,22 (0,027)	1,93 (0,054)
P_PL	?	0,10 (0,922)	0,12 (0,907)
DIV	?	-1,15 (0,251)	-1,15 (0,251)
IDAD	?	-2,87 (0,004)	-1,97 (0,049)
ROE	?	-7,10 (0,000)	-6,39 (0,000)
SET1	?	-	0,34 (0,735)
SET2	?	-	0,57 (0,566)
SET3	?	-	0,71 (0,476)
SET4	?	-	0,19 (0,852)
SET5	?	-	-0,63 (0,532)
SET6	?	-	1,03 (0,304)
SET7	?	-	-0,86 (0,391)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,24 (0,814)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0962	0,0964
R <sup>2</sup> (entre)		0,2047	0,2160
R <sup>2</sup> (geral)		0,1320	0,1369
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: *Stata*® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis

---

*dummy* indicativas do Setor de acordo com à Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. \* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

#### 4.1.3 Modelo Conjunto – Mecanismos de Incentivo e Mecanismos de Monitoramento

Foi estimado um modelo conjunto, incorporando os dois tipos de mecanismos e observando a associação com os *accruals* discricionários. A Tabela 13 mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo e de monitoramento para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor.

O modelo foi estimado pelo método POLS e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 9% das variações dentro das observações controlando ou não por setor, 21% e 22% entre as companhias sem setor e com setor, respectivamente e 13% e 14% do modelo geral, sem setor e com setor, respectivamente. Não houve mudanças significativas na estimação do modelo conjunto, mantendo-se as mesmas variáveis identificadas nos modelos isolados, conservando também o poder explicativo do modelo.

Os *accruals* discricionários podem ser explicados por PLDA, EXT, TAM\_LN\_AT, IDAD e ROE. PLDA, EXT, IDAD e ROE relacionam-se negativa e significativamente com os níveis de *accruals* discricionários das 2.565 observações e variam positivamente com TAM\_LN\_AT.

**Tabela 13 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações**

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo, de Monitoramento e de Complexidade Organizacional	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
PDA	-	-0,17 (0,864)	-0,24 (0,810)
VGR	-	-0,68 (0,498)	-0,70 (0,487)
PLDA	-	-2,02 (0,043)	-1,99 (0,047)
TCA	-	0,57 (0,569)	0,57 (0,567)
EXT	-	-1,70 (0,089)	-1,70 (0,090)
BIG5	-	1,29 (0,197)	1,26 (0,206)
CF	-	-0,54 (0,593)	-0,44 (0,662)
PAR	-	-1,02 (0,309)	-1,02 (0,306)
M_AUD	-	0,66 (0,511)	0,63 (0,528)
TAM_LN_AT	+	2,23 (0,026)	1,95 (0,051)
P_PL	?	-0,03 (0,978)	-0,01 (0,995)
DIV	?	-1,15 (0,250)	-1,15 (0,250)
IDAD	?	-2,76 (0,006)	-1,96 (0,050)
ROE	?	-7,25 (0,000)	-6,50 (0,0000)
SET1	?	-	0,41 (0,681)
SET2	?	-	0,57 (0,569)
SET3	?	-	0,77 (0,442)
SET4	?	-	0,25 (0,805)
SET5	?	-	-0,56 (0,572)
SET6	?	-	1,15 (0,251)
SET7	?	-	-0,93 (0,351)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,20 (0,838)
INTERCEPTO	?	-1,89 (0,059)	-1,51 (0,132)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0961	0,0963
R <sup>2</sup> (entre)		0,2129	0,2245
R <sup>2</sup> (geral)		0,1354	0,1404
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{it}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{it}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{it}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TCA_{it}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .



---

$EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com à Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública.  
 \* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

## 4.2 Testes de Robustez e Análise de Sensibilidade

Para observar se os resultados se mantinham os mesmos foram realizados testes adicionais de robustez, estimando os três modelos com estimador de efeito aleatório e análises de sensibilidade, observando a influência de três eventos institucionais que ocorreram no período da pesquisa: a promulgação da SOX, a implantação do padrão IFRS na Europa e IFRS no Brasil.

### 4.2.1 Estimação por Pannel de Efeito Aleatório

Os modelos foram estimados também por meio de pannel de efeito aleatório, no qual não foram observadas diferenças entre a estimação no método POLS, controlados ou não por setor. A seguir são apresentados os resultados para os três modelos.

#### 4.2.1.1 Modelo 1 – Mecanismos de Incentivo

A Tabela 14 mostra o resultado da regressão com dados em pannel entre os accruals discricionários e os mecanismos de incentivo para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor. O modelo foi estimado por dados em pannel por efeitos aleatórios e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 8% das variações dentro das observações, 21% entre as companhias e 13% do modelo geral, sem setor e 8%, 22% e 13%, respectivamente, quando controlados por setor.

**Tabela 14 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações**

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
INTERCEPTO	?	-1,91 (0,056)	-1,67 (0,096)
PDA	-	-0,14 (0,888)	-0,21 (0,837)
VGR	-	-1,06 (0,291)	-1,10 (0,273)
PLDA	-	-1,94 (0,052)	-1,92 (0,055)
TAM_LN_AT	+	2,20 (0,028)	1,91 (0,056)
P_PL	?	0,45 (0,655)	0,37 (0,714)
DIV	?	-1,17 (0,243)	-1,17 (0,244)
IDAD	?	-2,88 (0,004)	-2,09 (0,036)
ROE	?	-7,33 (0,000)	-6,39 (0,000)
SET1	?	-	0,38 (0,702)
SET2	?	-	0,75 (0,451)
SET3	?	-	0,91 (0,361)
SET4	?	-	0,31 (0,756)
SET5	?	-	-0,49 (0,625)
SET6	?	-	1,32 (0,188)
SET7	?	-	-0,97 (0,331)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,28 (0,781)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0869	0,0871
R <sup>2</sup> (entre)		0,2149	0,2288
R <sup>2</sup> (geral)		0,1310	0,1370
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0

$AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública.

A variável relativa à Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores continuou se mostrando significativa à 10% para explicar as variações nos *accruals* discricionários das 2.565 observações da amostra, variando negativamente de acordo com o conjecturado na hipótese 1. Isso significa que as companhias cujos diretores e administradores possuem participação nos lucros possuem menores níveis de *accruals* discricionários, evidenciando que tal mecanismo de incentivo atua na restrição do comportamento discricionário do administrador na definição da política contábil de *reporting* financeiro.

TAM\_LN\_AT, IDAD e ROE continuaram explicando as variações nos níveis de *accruals* discricionários, sendo o primeiro positivamente e os dois últimos negativamente, controlados ou não por setor.

#### **4.2.1.2 Modelo 2 – Mecanismos de Monitoramento**

A Tabela 15 mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de monitoramento para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor. O modelo foi estimado por dados em painel por efeitos aleatórios e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 9% das variações dentro das observações com e sem setor, 20 e 21% entre as companhias sem e com setor, respectivamente, e 13% do modelo geral, sem setor e com setor.

O mecanismo de monitoramento que continuou se mostrando significativo para estimar as variações dos *accruals* discricionários foi o percentual de conselheiros externos no conselho de administração (EXT), que apresentou variação negativa, evidenciando que um maior percentual de conselheiros externos no conselho de administração restringe os níveis de *accruals* discricionários, controlando o comportamento do administrador na definição da política contábil de *reporting* financeiro, como indicado pela literatura. Os demais mecanismos de monitoramento não se mostraram significativos para explicar as variações dos *accruals* discricionários estimados. As variáveis de complexidade organizacional, que se mantiveram significativas, foram TAM\_LN\_AT, o qual varia positivamente em relação aos níveis de *accruals* discricionários e IDAD e ROE, os quais variam negativamente. Tais resultados se mantêm os mesmos, caso controlados ou não por setor.

**Tabela 15 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações**

Variáveis dos Mecanismos de Monitoramento	Sinal Predito	AD (sem setor)	AD (com setor)
INTERCEPTO	?	-1,80 (0,072)	-1,50 (0,134)
TCA	-	0,51 (0,613)	0,50 (0,616)
EXT	-	-1,68 (0,092)	-1,68 (0,093)
BIG5	-	1,23 (0,220)	1,20 (0,229)
CF	-	-0,66 (0,511)	0,56 (0,576)
PAR	-	-1,20 (0,229)	-1,22 (0,222)
M_AUD	-	0,65 (0,518)	0,61 (0,540)
TAM_LN_AT	+	2,22 (0,027)	1,93 (0,054)
P_PL	?	0,10 (0,922)	0,12 (0,907)
DIV	?	-1,15 (0,251)	-1,15 (0,251)
IDAD	?	-2,87 (0,004)	-1,97 (0,049)
ROE	?	-7,10 (0,000)	-6,39 (0,0000)
SET1	?	-	0,34 (0,735)
SET2	?	-	0,57 (0,566)
SET3	?	-	0,71 (0,476)
SET4	?	-	0,19 (0,852)
SET5	?	-	-0,63 (0,532)
SET6	?	-	1,03 (0,304)
SET7	?	-	-0,86 (0,391)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,24 (0,814)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0962	0,0964
R <sup>2</sup> (entre)		0,2047	0,2160
R <sup>2</sup> (geral)		0,1320	0,1369
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: *Stata*® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis

---

*dummy* indicativas do Setor de acordo com à Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. \* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

#### 4.2.1.3 Modelo Conjunto – Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento

Foi estimado um modelo conjunto, incorporando os dois tipos de mecanismos e observando a associação com os *accruals* discricionários. A Tabela 16 mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo e de monitoramento para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor.

O modelo foi estimado por dados em painel por efeitos aleatórios e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 9% das variações dentro das observações controlando ou não por setor, 21% e 22% entre as companhias sem setor e com setor, respectivamente e 13% e 14% do modelo geral, sem setor e com setor, respectivamente. Não houve mudanças significativas na estimação do modelo conjunto, mantendo-se as mesmas variáveis identificadas nos modelos isolados, conservando também o poder explicativo do modelo, também estimado por efeitos aleatórios.

Os *accruals* discricionários podem ser explicados por PLDA, EXT, TAM\_LN\_AT, IDAD e ROE. PLDA, EXT, IDAD e ROE relacionam-se negativa e significativamente com os níveis de *accruals* discricionários das 2.565 observações e variam positivamente com TAM\_LN\_AT.

**Tabela 16 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações**

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo, de Monitoramento e de Complexidade Organizacional	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
PDA	-	-0,18 (0,860)	-0,24 (0,810)
VGR	-	-0,68 (0,497)	-0,70 (0,487)
PLDA	-	-2,01 (0,044)	-1,99 (0,047)
TCA	-	0,57 (0,566)	0,57 (0,567)
EXT	-	-1,70 (0,089)	-1,70 (0,090)
BIG5	-	1,29 (0,198)	1,26 (0,206)
CF	-	-0,54 (0,592)	-0,44 (0,662)
PAR	-	-1,01 (0,312)	-1,02 (0,306)
M_AUD	-	0,66 (0,510)	0,63 (0,528)
TAM_LN_AT	+	2,23 (0,026)	1,95 (0,051)
P_PL	?	-0,03 (0,979)	-0,01 (0,995)
DIV	?	-1,15 (0,250)	-1,15 (0,250)
IDAD	?	-2,76 (0,006)	-1,96 (0,050)
ROE	?	-7,25 (0,000)	-6,50 (0,000)
SET1	?	-	0,41 (0,681)
SET2	?	-	0,57 (0,569)
SET3	?	-	0,77 (0,442)
SET4	?	-	0,25 (0,805)
SET5	?	-	-0,56 (0,572)
SET6	?	-	1,15 (0,251)
SET7	?	-	-0,93 (0,351)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,20 (0,838)
INTERCEPTO	?	-1,79 (0,073)	-1,51 (0,132)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0961	0,0963
R <sup>2</sup> (entre)		0,2128	0,2245
R <sup>2</sup> (geral)		0,1353	0,1404
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{it}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{it}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{it}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TCA_{it}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

---

EXT<sub>i,t</sub> = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa *i* no ano *t*. BIG5<sub>i,t</sub> = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa *i* no ano *t*. CF<sub>i,t</sub> = Presença do Conselho Fiscal da empresa *i* no ano *t*. PAR<sub>i,t</sub> = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa *i* no ano *t*. M\_AUD<sub>i,t</sub> = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa *i* no ano *t*. TAM\_LN\_AT<sub>i,t</sub> = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa *i* no ano *t*. P\_PL<sub>i,t</sub> = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa *i* no ano *t*. DIV<sub>i,t</sub> = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa *i* no ano *t*. IDAD<sub>i,t</sub> = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa *i* no ano *t*. ROE<sub>i,t</sub> = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa *i* no ano *t*. Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública.  
\* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

## 4.2.2 Estimação da Influência da promulgação da SOX

Foram estimados novamente os três modelos, incluindo uma variável para medir a influência da promulgação da SOX, apresentados a seguir com os respectivos resultados. Sob a influência da SOX, a variável IDAD não se mostrou mais significativa para explicar os *accruals* discricionários, mantendo-se o comportamento das demais variáveis. Além disso, em todos os modelos observou-se a influência da promulgação da SOX como um evento que restringiu os *accruals* discricionários.

### 4.2.2.1 Modelo 1 – Mecanismo de Incentivo

O modelo estimado para medir a influência da SOX em relação aos mecanismos de alinhamento de incentivo foi:

$$AD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PDA_{i,t} + \beta_2 VGR_{i,t} + \beta_3 PLDA_{i,t} + \sum_1^n \beta_n \text{Controle} + SOX_{i,t} + \mu_{i,t}$$

**Equação 11**

Em que:

AD<sub>i,t</sub> = *Accruals* Discricionários medido pelo modelo KS (1995) da empresa *i* no ano *t*.

PDA<sub>i,t</sub> = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa *i* no ano *t*.

VGR<sub>i,t</sub> = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa *i* no ano *t*.

$PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\Sigma_1^n \beta_n \text{Controle}$  = Somatório de Variáveis de Controle, que medem a complexidade organizacional. As variáveis de controle utilizadas foram:  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$SOX_{i,t}$  = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após à promulgação da *SOX*: 2002 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2001. empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\mu_{i,t}$  = Medida de erro da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Os resultados da Equação 11 são apresentados na Tabela 17 a seguir, que mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo, incluindo o efeito da promulgação da *SOX*, para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor. O modelo foi estimado pelo método POLS e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 8% das variações dentro das observações, 23% entre as companhias e 14% do modelo geral, sem setor e 8%, 25% e 14%, respectivamente, quando controlados por setor.

A variável relativa à Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores continuou significativa à 5% para explicar as variações nos *accruals* discricionários das 2.565 observações da amostra, variando negativamente de acordo com o conjecturado na hipótese 1. Isso significa que as companhias cujos diretores e administradores possuem participação nos lucros possuem menores níveis de *accruals* discricionários, evidenciando que tal mecanismo de incentivo atua na restrição do comportamento discricionário do administrador na definição da política contábil de *reporting* financeiro. A Tabela 17 mostra ainda que  $TAM\_LN\_AT$  e  $ROE$  se mostraram variáveis significativas para explicar também as variações de *accruals* discricionários, sendo que  $TAM\_LN\_AT$  varia positivamente e  $ROE$  negativamente com *accruals* discricionários. A *SOX* apresentou efeito negativo e significativo a 5%, de acordo com o descrito na literatura.



**Tabela 17 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações - SOX**

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
INTERCEPTO	?	-2,07 (0,039)	-1,82 (0,068)
PDA	-	-0,26 (0,792)	-0,31 (0,753)
VGR	-	-0,99 (0,322)	-1,04 (0,297)
PLDA	-	-2,04 (0,042)	-2,01 (0,044)
TAM_LN_AT	+	2,34 (0,019)	2,04 (0,042)
P_PL		0,50 (0,620)	0,45 (0,653)
DIV		-1,14 (0,255)	-1,13 (0,257)
IDAD		-0,35 (0,726)	-0,53 (0,597)
ROE		-7,42 (0,000)	-6,36 (0,000)
SET1	?	-	0,43 (0,665)
SET2	?	-	1,02 (0,310)
SET3	?	-	1,02 (0,306)
SET4	?	-	0,47 (0,635)
SET5	?	-	-0,35 (0,728)
SET6	?	-	1,54 (0,123)
SET7	?	-	-1,18 (0,237)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	1,03 (0,302)
SOX	-	-2,12 (0,034)	-2,19 (0,029)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0865	0,0864
R <sup>2</sup> (entre)		0,2393	0,2553
R <sup>2</sup> (geral)		0,1407	0,1474
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: *Stata*® 10.0.  $AD_{it}$  = *Accruals* Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. *SOX* = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após a promulgação da *SOX*: 2002 à 2010

---

e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2001.

---

#### 4.2.2.2 Modelo 2 – Mecanismos de Monitoramento

O modelo estimado para os mecanismos de monitoramento, incluindo a *SOX* foi:

$$AD_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 TAM_{i,t} + \delta_2 EXT + \delta_3 BIG5_{i,t} + \delta_4 PAR_{i,t} + \delta_5 M\_AUD_{i,t} + \delta_6 CF_{i,t} + \sum_1^n \beta_n Controle + SOX_{i,t} + v_{i,t}$$

**Equação 12**

Em que:

$AD_{i,t}$  = *Accruals* Discricionários medido pelo modelo KS (1995) da empresa *i* no ano *t*.

$TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa *i* no ano *t*.

$EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa *i* no ano *t*.

$BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco/ quatro grandes empresas de auditoria da empresa *i* no ano *t*.

$PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa *i* no ano *t*.

$M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa *i* no ano *t*.

$CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa *i* no ano *t*.

$\sum_1^n \beta_n Controle$  = Somatório de Variáveis de Controle, que medem a complexidade organizacional. As variáveis de controle utilizadas foram:  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa *i* no ano *t*.  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa *i* no ano *t*.  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa *i* no ano *t*.  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa *i* no ano *t*.  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa *i* no ano *t*.

$SOX_{i,t}$  = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após à promulgação da *SOX*: 2002 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2001. empresa *i* no ano *t*.

$v_{i,t}$  = Medida de erro da empresa *i* no ano *t*.

**Tabela 18 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações - SOX**

Variáveis dos Mecanismos de Monitoramento	Sinal Predito	AD (sem setor)	AD (com setor)
INTERCEPTO	?	-2,03 (0,043)	-1,70 (0,090)
TCA	-	0,42 (0,673)	0,41 (0,681)
EXT	-	-1,67 (0,095)	-1,66 (0,097)
BIG5	-	1,11 (0,269)	1,09 (0,277)
CF	-	0,79 (0,428)	0,82 (0,412)
PAR	-	-1,37 (0,172)	-1,41 (0,160)
M_AUD	-	1,09 (0,274)	1,07 (0,286)
TAM_LN_AT	+	2,35 (0,019)	2,05 (0,041)
P_PL		0,06 (0,952)	0,12 (0,908)
DIV		-1,12 (0,261)	-1,12 (0,261)
IDAD		-1,05 (0,294)	-0,91 (0,361)
ROE		-7,42 (0,000)	-6,56 (0,000)
SET1	?	-	0,35 (0,730)
SET2	?	-	0,82 (0,413)
SET3	?	-	0,80 (0,421)
SET4	?	-	0,29 (0,773)
SET5	?	-	-0,61 (0,541)
SET6	?	-	1,14 (0,255)
SET7	?	-	-1,06 (0,290)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,73 (0,465)
SOX	-	-2,07 (0,039)	-2,12 (0,034)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0960	0,0960
R <sup>2</sup> (entre)		0,2248	0,2386
R <sup>2</sup> (geral)		0,1403	0,1461
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .

---

IDAD<sub>i,t</sub> = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa *i* no ano *t*. ROE<sub>i,t</sub> = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa *i* no ano *t*. Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. \* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade. SOX = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após a promulgação da SOX: 2002 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2001.

---

A Tabela 18 mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de monitoramento, incluindo os efeitos da promulgação da SOX, para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor. O modelo foi estimado pelo método POLS e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 9% das variações dentro das observações com e sem setor, 22 e 23% entre as companhias sem e com setor, respectivamente, e 14% do modelo geral, sem setor e com setor.

O mecanismo de monitoramento que continuou significativo para estimar as variações dos *accruals* discricionários foi o percentual de conselheiros externos no conselho de administração (EXT), que apresentou variação negativa, de acordo com o indicado pela literatura. Os demais mecanismos de monitoramento não se mostraram significativos para explicar as variações dos *accruals* discricionários estimados.

As variáveis que se mantiveram significativas foram TAM\_LN\_AT, que variou positivamente em relação aos níveis de *accruals* discricionários e ROE, que variou negativamente. Tais resultados se mantêm os mesmos, caso controlados ou não por setor.

#### 4.2.2.3 Modelo 3 – Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento

O modelo 3 estimou a relação conjunta entre mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento, reunindo os dois modelos anteriores.

$$AD_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 PDA_{i,t} + \theta_2 VGR_{i,t} + \theta_3 PLDA_{i,t} + \theta_4 TAM_{i,t} + \theta_5 EXT + \theta_6 BIG5_{i,t} + \theta_7 PAR_{i,t} \\ + \theta_8 M\_AUD_{i,t} + \theta_9 CF_{i,t} + \sum_1^n \beta_n Controle + SOX_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AD_{i,t}$  = *Accruals* Discricionários medido pelo modelo KS (1995) da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\sum_1^n \beta_n \text{Controle}$  = Somatório de Variáveis de Controle, que medem a complexidade organizacional. As variáveis de controle utilizadas foram:  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$SOX_{i,t}$  = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após à promulgação da *SOX*: 2002 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2001. da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\varepsilon_{i,t}$  = medida de erro da empresa  $i$  no ano  $t$ .

**Tabela 19 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações - SOX**

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo, de Monitoramento e de Complexidade Organizacional	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
PDA	-	-0,38 (0,707)	-0,43 (0,668)
VGR	-	-0,73 (0,466)	-0,76 (0,447)
PLDA	-	-2,13 (0,034)	-2,09 (0,036)
TCA	-	0,50 (0,618)	0,49 (0,622)
EXT	-	-1,69 (0,091)	-1,68 (0,093)
BIG5	-	1,18 (0,239)	1,16 (0,246)
CF	-	0,97 (0,333)	0,99 (0,325)
PAR	-	-1,12 (0,263)	-1,15 (0,249)
M_AUD	-	1,13 (0,260)	1,11 (0,269)
TAM_LN_AT	+	2,35 (0,019)	2,07 (0,039)
P_PL	?	-0,09 (0,928)	-0,04 (0,966)
DIV	?	-1,13 (0,259)	-1,13 (0,260)
IDAD	?	-0,73 (0,464)	-0,78 (0,435)
ROE	?	-7,60 (0,000)	-6,69 (0,000)
SET1	?	-	0,43 (0,665)
SET2	?	-	0,81 (0,416)
SET3	?	-	0,87 (0,384)
SET4	?	-	0,35 (0,724)
SET5	?	-	-0,53 (0,599)
SET6	?	-	1,29 (0,197)
SET7	?	-	-1,15 (0,251)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,69 (0,491)
SOX		-2,10 (0,036)	-2,14 (0,032)
INTERCEPTO		-2,01 (0,044)	-1,70 (0,088)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0958	0,0957
R <sup>2</sup> (entre)		0,2352	0,2493
R <sup>2</sup> (geral)		0,1444	0,1504
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração

---

Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública.  $SOX$  = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após à promulgação da  $SOX$ : 2002 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2001.

\* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

A Tabela 19 mostra o resultado da regressão com dados em painel entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo e de monitoramento para 2.565 observações, apresentando também os resultados do modelo controlados ou não por setor, incluindo as influências da promulgação da  $SOX$ .

O modelo foi estimado por dados em painel modelo POLS e se mostrou significativo a 1%, explicando em torno de 9% das variações dentro das observações controlando ou não por setor, 23% e 24% entre as companhias sem setor e com setor, respectivamente e 14% e 15% do modelo geral, sem setor e com setor, respectivamente. Não houve mudanças significativas na estimação do modelo conjunto, mantendo-se as mesmas variáveis identificadas nos modelos isolados, conservando também o poder explicativo do modelo, mesmo incluindo a variável *dummy* de efeito da  $SOX$ , que se mostrou significativa e negativa, conforme prediz a literatura.

### 4.2.3 Estimação da Influência da Implantação do IFRS na Europa

Foram estimados também os três modelos, observando a influência da adoção do padrão IFRS na Europa e seu possível efeito nas companhias abertas, registradas no Brasil. Os resultados para os três modelos se mostraram semelhantes a todos os estimados anteriormente e assim como a  $SOX$ , o efeito observado foi negativo e significativo, conforme prediz a literatura e ainda a única variável que se comportou de maneira diferente foi  $IDAD$ , que não se mostrou

significativa, tal como quando estimada nos modelos estimados sem o efeito da implantação do IFRS na Europa.

As Tabelas 20, 21 e 22 apresentam os resultados das estimações, analisadas em conjunto acima.

#### 4.2.3.1 Modelo 1 – Mecanismos de Incentivo

**Tabela 20 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações – IFRS Europa**

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
INTERCEPTO	?	-2,07 (0,038)	-1,84 (0,065)
PDA	-	-0,43 (0,668)	-0,47 (0,641)
VGR	-	-0,34 (0,735)	-0,35 (0,723)
PLDA	-	-1,94 (0,052)	-1,92 (0,055)
TAM_LN_AT	+	2,33 (0,020)	2,04 (0,042)
P_PL	?	-0,47 (0,637)	-0,46 (0,648)
DIV	?	-1,15 (0,251)	-1,14 (0,252)
IDAD	?	0,71 (0,475)	0,87 (0,386)
ROE	?	-7,15 (0,000)	-6,09 (0,000)
SET1	?	-	0,45 (0,653)
SET2	?	-	1,08 (0,280)
SET3	?	-	1,05 (0,295)
SET4	?	-	0,53 (0,593)
SET5	?	-	-0,25 (0,806)
SET6	?	-	1,57 (0,116)
SET7	?	-	-1,24 (0,216)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	1,39 (0,166)
IFRS1	?	-2,16 (0,031)	-2,24 (0,025)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0887	0,0886
R <sup>2</sup> (entre)		0,2470	0,2637
R <sup>2</sup> (geral)		0,1449	0,1520
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0



---

$AD_{it}$  = *Accruals* Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. *IFRS1* = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após a implantação do *IFRS* na Europa: 2005 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2004.

---

## 4.2.3.2 Modelo 2 – Mecanismos de Monitoramento

Tabela 21 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Europa

Variáveis dos Mecanismos de Monitoramento	Sinal Predito	AD (sem setor)	AD (com setor)
INTERCEPTO	?	-2,06 (0,039)	-1,88 (0,060)
TCA	-	0,47 (0,636)	0,46 (0,644)
EXT	-	-1,67 (0,094)	-1,66 (0,096)
BIG5	-	1,03 (0,303)	1,02 (0,307)
CF	-	0,91 (0,364)	0,92 (0,360)
PAR	-	-0,92 (0,358)	-0,89 (0,371)
M_AUD	-	0,20 (0,842)	0,14 (0,890)
TAM_LN_AT	+	2,34 (0,019)	2,05 (0,040)
P_PL	?	-0,59 (0,555)	-0,52 (0,600)
DIV	?	-1,13 (0,256)	-1,13 (0,257)
IDAD	?	0,21 (0,834)	0,22 (0,829)
ROE	?	-7,08 (0,000)	-6,20 (0,000)
SET1	?	-	1,04 (0,298)
SET2	?	-	1,32 (0,187)
SET3	?	-	1,28 (0,200)
SET4	?	-	1,07 (0,283)
SET5	?	-	0,87 (0,384)
SET6	?	-	1,35 (0,176)
SET7*	?	-	-
SET8	?	-	1,10 (0,271)
SET9	?	-	1,39 (0,166)
IFRS1	?	-2,05 (0,040)	-2,11 (0,035)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0981	0,0980
R <sup>2</sup> (entre)		0,2305	0,2451
R <sup>2</sup> (geral)		0,1436	0,1497
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria

---

Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. *IFRS1* = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após a implantação do *IFRS* na Europa: 2005 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2004. \* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

## 4.2.3.3 Modelo 3 – Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento

Tabela 22 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Europa

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo, de Monitoramento e de Complexidade Organizacional	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
PDA	-	-0,55 (0,581)	-0,59 (0,553)
VGR	-	-0,16 (0,871)	-0,16 (0,869)
PLDA	-	-2,07 (0,038)	-2,04 (0,041)
TCA	-	0,53 (0,597)	0,52 (0,602)
EXT	-	-1,70 (0,089)	-1,69 (0,091)
BIG5	-	1,10 (0,270)	1,09 (0,274)
CF	-	1,07 (0,286)	1,07 (0,287)
PAR	-	-0,61 (0,542)	-0,58 (0,560)
M_AUD	-	0,21 (0,832)	0,16 (0,873)
TAM_LN_AT	+	2,35 (0,019)	2,07 (0,038)
P_PL	?	-0,72 (0,473)	-0,66 (0,507)
DIV	?	-1,14 (0,254)	-1,14 (0,255)
IDAD	?	0,38 (0,701)	0,36 (0,717)
ROE	?	-7,25 (0,000)	-6,33 (0,000)
SET1	?	-	1,16 (0,247)
SET2	?	-	1,38 (0,166)
SET3	?	-	1,38 (0,168)
SET4	?	-	1,17 (0,242)
SET5	?	-	1,01 (0,311)
SET6	?	-	1,47 (0,141)
SET7*	?	-	-
SET8	?	-	1,19 (0,233)
SET9	?	-	1,47 (0,143)
IFRS1	?	-2,10 (0,035)	-2,15 (0,031)
INTERCEPTO	?	-2,05 (0,041)	-1,92 (0,055)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0978	0,0977
R <sup>2</sup> (entre)		0,2413	0,2562
R <sup>2</sup> (geral)		0,1479	0,1542
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.

---

$PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M_{AUD}_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM_{LN}_{AT}_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P_{PL}_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. *IFRS1* = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após à implantação do *IFRS* na Europa: 2005 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2004. \* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

#### 4.2.4 Estimação da Influência da Implantação do IFRS no Brasil

Da mesma maneira, foram estimados também os três modelos, observando a influência da adoção do padrão IFRS no Brasil. Os resultados para os três modelos se mostraram semelhantes a todos os estimados anteriormente e assim como a SOX, o efeito observado foi negativo e significativo, mostrando-se semelhante ao efeito do IFRS na Europa e ainda a única variável que se comportou de maneira diferente foi IDAD, que não se mostrou significativa, tal como quando estimada nos modelos estimados sem o efeito da implantação do IFRS no Brasil. As Tabelas 23, 24 e 25 apresentam os resultados das estimações, analisadas em conjunto acima.

## 4.2.4.1 Modelo 1 – Mecanismos de Incentivo

Tabela 23 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo para 2.565 observações – IFRS Brasil

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
INTERCEPTO	?	-2,07 (0,039)	-1,83 (0,067)
PDA	-	-0,63 (0,528)	-0,67 (0,502)
VGR	-	0,91 (0,364)	0,97 (0,334)
PLDA	-	-1,98 (0,048)	-1,95 (0,051)
TAM_LN_AT	+	2,33 (0,020)	2,03 (0,042)
P_PL	?	0,10 (0,917)	0,09 (0,925)
DIV	?	-1,15 (0,251)	-1,14 (0,253)
IDAD	?	0,54 (0,589)	0,61 (0,543)
ROE	?	-7,15 (0,000)	-6,08 (0,000)
SET1	?	-	0,45 (0,651)
SET2	?	-	1,05 (0,294)
SET3	?	-	1,04 (0,300)
SET4	?	-	0,51 (0,608)
SET5	?	-	-0,27 (0,783)
SET6	?	-	1,54 (0,123)
SET7	?	-	-1,27 (0,205)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	1,26 (0,208)
IFRS2	?	-2,07 (0,039)	-2,12 (0,034)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,0910	0,0910
R <sup>2</sup> (entre)		0,2467	0,2633
R <sup>2</sup> (geral)		0,1463	0,1533
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0

$AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na

---

BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública. *IFRS2* = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após à implantação do *IFRS* no Brasil: 2008 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2007.

---

## 4.2.4.2 Modelo 2 – Mecanismos de Monitoramento

Tabela 24 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Brasil

Variáveis dos Mecanismos de Monitoramento	Sinal Predito	AD (sem setor)	AD (com setor)
INTERCEPTO	?	-2,07 (0,038)	-1,77 (0,078)
TCA	-	0,64 (0,521)	0,63 (0,095)
EXT	-	-1,68 (0,093)	-1,67 (0,095)
BIG5	-	1,19 (0,234)	1,18 (0,237)
CF	-	-0,12 (0,908)	-0,07 (0,943)
PAR	-	-1,24 (0,213)	-1,26 (0,209)
M_AUD	-	0,10 (0,919)	0,04 (0,964)
TAM_LN_AT	+	2,34 (0,019)	2,06 (0,040)
P_PL	?	-0,13 (0,900)	-0,06 (0,948)
DIV	?	-1,13 (0,260)	-1,13 (0,260)
IDAD	?	0,29 (0,769)	0,33 (0,745)
ROE	?	-6,96 (0,000)	-6,08 (0,000)
SET1	?	-	0,38 (0,701)
SET2	?	-	0,93 (0,352)
SET3	?	-	0,84 (0,399)
SET4	?	-	0,40 (0,690)
SET5	?	-	-0,49 (0,621)
SET6	?	-	1,20 (0,230)
SET7	?	-	-1,13 (0,260)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	1,03 (0,301)
IFRS2	?	-2,07 (0,038)	-2,04 (0,042)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,1002	0,1002
R <sup>2</sup> (entre)		0,2317	0,2459
R <sup>2</sup> (geral)		0,1453	0,1513
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo KS.  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria



---

Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública.  $IFRS2$  = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após a implantação do *IFRS* no Brasil: 2008 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2007.\* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---

## 4.2.4.3 Modelo 3 – Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento

Tabela 25 Resultado da regressão em painel (valor p) de Accruals Discricionários e Mecanismos de Incentivo e de Monitoramento para 2.565 observações – IFRS Brasil

Variáveis dos Mecanismos de Incentivo, de Monitoramento e de Complexidade Organizacional	Sinal Predito	AD (Sem setor)	AD (Com setor)
PDA	-	-0,69 (0,492)	-0,73 (0,468)
VGR	-	1,02 (0,310)	1,08 (0,278)
PLDA	-	-2,05 (0,040)	-2,03 (0,042)
TCA	-	0,65 (0,518)	0,64 (0,522)
EXT	-	-1,70 (0,088)	-1,69 (0,090)
BIG5	-	1,25 (0,210)	1,24 (0,214)
CF	-	0,05 (0,964)	0,09 (0,930)
PAR	-	-0,98 (0,329)	-0,98 (0,325)
M_AUD	-	0,13 (0,897)	0,08 (0,937)
TAM_LN_AT	+	2,35 (0,019)	2,07 (0,038)
P_PL		-0,26 (0,799)	-0,20 (0,843)
DIV		-1,13 (0,258)	-1,13 (0,258)
IDAD		0,45 (0,652)	0,47 (0,637)
ROE		-7,17 (0,000)	-6,26 (0,000)
SET1	?	-	0,47 (0,639)
SET2	?	-	0,91 (0,365)
SET3	?	-	0,90 (0,368)
SET4	?	-	0,44 (0,659)
SET5	?	-	-0,42 (0,671)
SET6	?	-	1,35 (0,177)
SET7	?	-	-1,23 (0,219)
SET8*	?	-	-
SET9	?	-	0,99 (0,323)
IFRS2	?	-2,05 (0,041)	-2,09 (0,037)
INTERCEPTO		-2,06 (0,040)	-1,77 (0,077)
R <sup>2</sup> (dentro)		0,1002	0,1001
R <sup>2</sup> (entre)		0,2423	0,2569
R <sup>2</sup> (geral)		0,1497	0,1559
Prob.		0,0000	0,0000

Fonte: Stata® 10.0.  $AD_{it}$  = Accruals Discricionários no ano  $t$  para a empresa  $i$ , calculado de acordo com o Modelo

---

KS.  $PDA_{i,t}$  = Plano de Incentivo dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $VGR_{i,t}$  = Valor da Remuneração Global dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PLDA_{i,t}$  = Valor da Participação nos Lucros dos Diretores e Administradores da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TCA_{i,t}$  = Tamanho do Conselho de Administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $EXT_{i,t}$  = Percentual de conselheiros externos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $BIG5_{i,t}$  = Auditoria independente realizada por uma das cinco grandes empresas de auditoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $CF_{i,t}$  = Presença do Conselho Fiscal da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $PAR_{i,t}$  = Parecer sem ressalvas da Auditoria Independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $M\_AUD_{i,t}$  = Mudança na empresa de auditoria independente da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $TAM\_LN\_AT_{i,t}$  = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $P\_PL_{i,t}$  = Relação entre Passivo Total e Patrimônio Líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $DIV_{i,t}$  = Relação entre Exigível a Longo Prazo ou Passivo Não Circulante e Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $IDAD_{i,t}$  = Número de anos que a empresa está registrada na CVM da empresa  $i$  no ano  $t$ .  $ROE_{i,t}$  = Relação entre o lucro líquido e o valor do patrimônio líquido ao final do período da empresa  $i$  no ano  $t$ . Variáveis *dummy* indicativas do Setor de acordo com a Classificação Setorial das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, correspondente à 1 ao respectivo setor e 0, se pertencente aos demais. SET1 = Bens Industriais, SET2 = Construção e Transporte, SET3 = Consumo Cíclico, SET4 = Consumo Não Cíclico, SET5 = Financeiro e Outros, SET6 = Materiais Básicos, SET7 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis, SET8 = Tecnologia da Informação e Telecomunicações e SET9 = Utilidade Pública.  $IFRS2$  = Variáveis *dummy* indicando 1 para os anos após à implantação do *IFRS* no Brasil: 2008 à 2010 e 0 para os anos anteriores: 1998 à 2007.\* Esse setor foi excluído dos testes por colinearidade.

---



## 5 CONCLUSÕES

O Capítulo 5 apresenta o resumo dos resultados, as evidências que corroboram com a tese e as implicações do estudo. Nesse último capítulo, destacam-se também a contribuição do estudo, as limitações da delimitação adotada na pesquisa e as sugestões para pesquisas futuras.

### 5.1 Evidências da Tese

O objetivo dessa pesquisa foi investigar o efeito complementar entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento no controle do *reporting* financeiro das companhias abertas do Brasil.

Sustentando-se nas predições da Teoria de Agência e, especificamente, nas hipóteses de Fama e Jensen (1983a) conjecturou-se que os mecanismos de alinhamento e de monitoramento atuam de forma complementar na restrição do comportamento discricionário do administrador. Para testar essa proposição, formulou-se um sistema de hipóteses, que testou o efeito desses mecanismos de maneira isolada e conjunta em relação aos *accruals* discricionários, controlados pela complexidade organizacional.

O sistema de hipóteses foi formado por três hipóteses secundárias, sendo que duas destas continham conjecturas a respeito do comportamento dos mecanismos de alinhamento de incentivo e de monitoramento e a última sobre o efeito da complexidade organizacional nesses mecanismos e na predição dos *accruals* discricionários. A Hipótese do Alinhamento de Incentivo (H1) predizia que companhias que possuem mecanismos de alinhamento de incentivo, baseados na compensação aos administradores, apresentam menores níveis de discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica que os mecanismos de alinhamento de incentivo são associados negativamente com os *accruals* discricionários.

A Hipótese do Monitoramento (H2) indicava que companhias que adotam mecanismos de monitoramento apresentam menores níveis de discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica que os mecanismos de monitoramento são associados negativamente com os *accruals*

discricionários e por fim, a Hipótese da Influência da Complexidade Organizacional (H3) conjecturava que companhias mais complexas terão mecanismos de incentivo e de monitoramento limitados no controle da discricionariedade no *reporting* financeiro. Isso implica em uma associação entre os mecanismos de alinhamento de incentivo e o *reporting* financeiro e entre os mecanismos de monitoramento e o *reporting* financeiro do administrador, quando controlados por complexidade organizacional.

Para testar as hipóteses acima foram construídos modelos, para observar o impacto isolado dos mecanismos no *reporting* financeiro, controlados pela complexidade da companhia, bem como o efeito conjunto desses mecanismos. Em todos os modelos estimados, os *accruals* discricionários (DA) refletem a discricionariedade do administrador na adoção da política contábil de *reporting* financeiro. As variáveis explicativas são os mecanismos de incentivo (INC) e os de Monitoramento (MON). Os modelos se complementam pelas variáveis de controle, que observam a influência da complexidade da companhia (COMPLEX).

O modelo que estimou a relação entre os *accruals* discricionários e os mecanismos de incentivo, observou o comportamento desses mecanismos vinculados à compensação dos diretores e administradores, controladas por variáveis, que medem a complexidade da companhia. As variáveis de mecanismos de incentivo utilizadas foram: plano de incentivo dos diretores e administradores (PDA), valor global da remuneração (VGR) e participação nos lucros dos diretores e administradores (PLDA).

O modelo que estimou os *accruals* discricionários e os mecanismos de monitoramento, observou o comportamento das variáveis: tamanho do conselho de administração (TCA), independência do conselho de administração, medida pelo percentual de conselheiros externos à empresa, que compõe o conselho de administração (EXT), a constituição do conselho fiscal (CF), auditoria externa realizada pelas cinco maiores empresas de auditoria (BIG5), mudança na empresa de auditoria (M\_AUD), bem como por parecer de auditoria (PAR).

A complexidade organizacional em todos os modelos foi medida pelas variáveis: tamanho da empresa (TAM\_LN\_AT), ciclo de vida – idade (IDAD), estrutura de capital (P/PL), dívidas de longo prazo (DIVL), retorno do patrimônio líquido (ROE) e setor (SET).

Os testes foram realizados em uma amostra de 198 companhias abertas, ativas e em fase operacional no período de 1998 a 2010, que resultaram em 2.574 observações nesse período, bem como em 3 subperíodos, que representaram eventos de impacto no ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro, como a promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley*, a adoção do padrão IFRS na Europa e no Brasil, a partir de 2002, 2005 e 2008, respectivamente.

Os resultados indicam que plano de incentivo dos diretores e administradores vinculado ao lucro foi o mecanismo de incentivo significativo para explicar as variações nos *accruals*, assim como os mecanismos de monitoramento percentual de membros externos no conselho de administração. Tais mecanismos se mantiveram significativos tanto nos modelos isolados, quanto no modelo que os estimou em conjunto.

As variáveis relacionadas à complexidade organizacional, que reforçam a relação entre os mecanismos e *accruals* foram: tamanho da empresa, ciclo de vida e rentabilidade do patrimônio líquido. Observou-se que incluir variáveis *dummy* para indicar setor não apresentou diferenças significativas entre os modelos e nem tampouco da própria variável.

Testes de robustez observaram os modelos isolados e em conjunto, estimados por dados painel com efeito aleatório. Tais testes não obtiveram resultados diferentes dos modelos estimados pelo método *POLS*.

Testes adicionais de análise de sensibilidade observaram também o efeito da promulgação da *SOX* e da implantação do *IFRS* na Europa e no Brasil. Os testes nesses períodos mostraram que a promulgação da *SOX* em 2002 apresentou efeito significativo, bem como a implantação do padrão *IFRS* na Europa em 2005 e no *IFRS* no Brasil em 2008, indicando um efeito negativo e significativo para cada um dos eventos. Isso significa que esses eventos atuaram no sentido de restringir os *accruals* discricionários do administrador na adoção da política contábil.

Os resultados apresentam evidências de que os mecanismos de incentivo atuam em conjunto com os mecanismos de monitoramento, para explicar as variações dos *accruals* discricionários das companhias abertas do Brasil, visualizado pela permanência significativa do mecanismo de incentivo participação nos resultados dos diretores e administradores e do mecanismo de monitoramento percentual de conselheiros externos no conselho de

administração, que ainda se comportaram negativamente em relação aos níveis de *accruals* discricionários, como prediz o levantamento da literatura, mantendo-se assim em todos os testes adicionais realizados, corroborando com a tese da complementariedade entre tais mecanismos no controle do comportamento discricionário do administrador no *reporting* financeiro.

## 5.2 Limitações da Pesquisa

Uma das limitações do estudo se refere ao critério de seleção da população e da amostra. Uma vez que a pesquisa utilizou dados de companhias abertas que já estavam no mercado desde antes e em 1997, desconsiderou o comportamento dos mecanismos de incentivo e monitoramento nas empresas mais jovens, que tiveram abertura de seu capital após 1997.

Alguns estudos descreveram alguns desses mecanismos, utilizando dados de companhias que fizeram abertura de capital recente (Boone *et al.*, 2007 – Tamanho e composição do conselho de administração) e aqueles que observaram também em empresas já antigas no mercado como este estudo (Lehn, Patro e Zhao, 2009 - Tamanho e composição do conselho de administração). Assim, se o comportamento dos mecanismos de incentivo e monitoramento é diferente entre as companhias que estão mais tempo no mercado de capitais e do que naquelas que abriram seu capital recentemente, os resultados dessa pesquisa podem não ser imputados às empresas que abriram seu capital recentemente, mesmo estando no mesmo ambiente institucional, restringindo-se à população e à amostra de companhias abertas estudada.

Existe uma linha na literatura de gerenciamento de resultado que visa identificar os mecanismos que atuam para que o administrador faça gerenciamento utilizando para isso decisões reais em torno das políticas operacionais, de investimento e de financiamento. Essa pesquisa não tratou, limitando seus resultados ao comportamento do administrador na adoção da política contábil, aos *accruals* discricionários.

A influência dos mecanismos de incentivo no comportamento do administrador foram observadas no âmbito global da companhia, o que não inclui seus efeitos nas divisões da



empresa, tal como sustentado no modelo de Choi e Day (1998). Limitando-se, portanto, suas conclusões ao comportamento dos diretores e administradores máximos e não divisionais, que podem ou não ter efeitos diferentes.

Especificamente, dentre as limitações relacionadas ao desenho desta pesquisa estão:

- 1) A variável tamanho do conselho de administração (TCA) foi medida, incluindo os conselheiros suplentes, que podem não influenciar nas decisões a respeito da política contábil.
- 2) A medida de independência do conselho de administração calculada pelo percentual de conselheiros externos à companhia pode não indicar essa independência em sua totalidade, apesar de amplamente utilizada pela literatura. Outras medidas como se o conselheiro é diretor em outra companhia ou empresa do grupo econômico, ou o parentesco entre os conselheiros podem ser medidas mais refinadas para compor essa *proxy*. Vale ressaltar, que esses ajustes não foram incluídos nesta pesquisa, devido à restrição de tempo para sua conclusão.
- 3) Outras variáveis para controlar a complexidade organizacional, tais como: estrutura de propriedade, segmento de listagem na Bolsa Norte-Americana, como a emissão de ARDs, podem influenciar os accruals discricionários e os mecanismos investigados e não foram consideradas neste estudo.

### **5.3 Sugestões para Pesquisas Futuras**

Sugere-se como pesquisas futuras:

- No que tange à população e à amostra de companhias abertas, pode-se investigar se os mecanismos de incentivo e monitoramento se comportam de maneira diferente em uma população de companhias abertas, que abriram capital recentemente.

- Investigar quais características do ambiente informacional da companhia e características da própria companhia fazem com que os mecanismos de incentivos se sobreponham aos mecanismos de monitoramento na explicação do comportamento de adoção da política do *reporting* financeiro e vice-versa em outros contextos.
- Investigar outros mecanismos e outras proxies para os mecanismos observados na pesquisa.
- Observar de maneira clusterizada pelas variáveis de complexidade organizacional, os mecanismos de incentivo e de monitoramento.

## REFERÊNCIAS

ADAMS, R. B., FERREIRA, D .. A theory of friendly boards. **Journal of Finance**, v. 62, 2007, p. 217–250.

\_\_\_\_\_ ; HERMALIN; WEISBACH. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. **Journal of Economic Literature**, 2010, 48:1, 58–107.

AHMEDA, A. S.; DUELLMAN, S.. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 43, 2007, p. 411–437.

ALCHIAN, A. A.. Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. **The Journal of Political Economy**. v. 58, 1950, p. 211-221.

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H.. Production, Information Costs, and Economic Organization. **The American Economic Review**. v. 62, 1972, p. 777-795.

ALCIATORE, M.; DEE, C.C.; EASTON, P.; SPEAR, N.. Asset write-downs: a decade of research. **Journal of Accounting Literature**, v. 17, 1998, p. 1-39.

ALMEIDA; J. E. F.; ALMEIDA, J. C. G.. Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. **Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo**, v. 20, n. 50, 2009, p. 62-74.

ANDERSON, C. W. Financial contracting under extreme uncertainty: na analysis of Brazilian corporate debentures. **Journal of Financial Economics**. v. 51, 1999, p. 45-84.

ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P.. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, 2010, p. 179–234.

ARROW, K. J.. The economics of agency. **Technical Reporting**, nº. 451, 1984 (outubro), p. 1-24. California: A report of the Center for Research on Organization Efficiency Stanford University.

\_\_\_\_\_.. Methodological individualism and social knowledge. **The American Economic Review**, v. 84, 1994, p. 1-9.

AYRES, F. L.. Characteristics of firms electing early adoption of SFAS 52. **Journal of Accounting and Economics**, v. 8, 1986, p. 143–158.

BALL, R. The firm as a specialist contracting intermediary: application to accounting and auditing. **Working Paper**. University of Rochester, Rochester, NY, 1989.

BALSAM, S.. Discretionary accounting choices and CEO compensation. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, 1998, p. 229.

BANKER, R. D. and DATAR, S. M. Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation. **Journal of Accounting Research**. Vol. 27. N° 1. 1989.

BAPTISTA, E. M. B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. Porto Alegre, 2008. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

BEATTY, A.; WEBER, J.. The Importance of Accounting Discretion in Mandatory Accounting Changes: An Examination of the Adoption of SFAS 142. Working Paper. 2005. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=646201](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=646201). Acesso em: 07/12/2009.

BEAVER, W. H.. **Financial Reporting: an accounting revolution**. 3 ed. Prentice Hall: New Jersey, 1998.

\_\_\_\_\_ ; RYAN, S. G.. Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. **Journal of Accounting Research**. v. 38, n° 1 (Spring, 2000), pp. 127-148.

BECKER, C. L.; DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J.; SUBRAMANYAM, K. R.. The effect of audit quality on earnings management. **Contemporary Accounting Research**. v. 15, 1998.

BENEISH, M. D.; PRESS, E.. Costs of technical violation of accounting-based debt covenants. **The Accounting Review**. v. 68, n° 2, 1993, p. 233-257.

BEASLEY, M. S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **The Accounting Review**, v. 71, n.º 4, 1996, pp. 443-465.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E.. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n.º 4, 2009, p. 385-428.

BOONE, A.,FIELD,L.,KARPOFF,J.,RAHEJA,C. The determinants of corporate board size and independence. **Journal of Financial Economics**, v. 85, 2007, p. 66-101.

BOOTH, James; DELI, Daniel. On executives of financial institutions as outside directors. **Journal of Corporate Finance**. 5, 1999, 227–250.

BOWEN, R. M.; DUCHARME, L; SHORES, D.. Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, 1995, pp. 255-295.

BOWEN, R. M.; NOREEN, E. W.; LACEY, J. M. Determinants of the corporate decision to capitalize interest. **Journal of Accounting and Economics**, v. 3, 1981, pp. 151-179.

BRASIL. **Lei n.º 6.385 de 07/12/1976**. Brasília, DF: 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm)>. Acesso em: 13/09/2010.

BRASIL. **Lei n.º 6.404 de 15/12/1976a**. Brasília, DF: 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 13/09/2010.

BRASIL. **Decreto n.º 3.000 de 26/03/1999**. Brasília, DF: 1999. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d3000.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm)>. Acesso em: 23/09/2010.

**BRASIL**. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm)>. Acesso em 31 jul. 2011

BRICKLEY, J.; ZIMMERMAN, A. J. L. Corporate governance myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. **Journal of Accounting and Economics**. v. 50, (2010), p. 235–245.

BUSHMAN, R. M.; CHEN, Q.; ENGEL, E. and SMITH, A. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 37. Nº 2. 2004.

BUSHMAN, R. M. and SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 32. Nº 1. 2001.

BYRD, J. J.; HICKMAN, K. A.. Do Outside Directors Monitor Managers? **Journal of Financial Economics**. v. 32, 1992, pp. 195-221.

CAI, J.; LIU, Y.; QIAN, Y. Information Asymmetry and Corporate Governance. Working Paper. 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1082589>.

CARCELLO, J. V.; NEAL, T. L. Audit committee characteristics and auditor dismissals following "new" going-concern reports. **The Accounting Review**. v. 78, n. 1, 2003.

CHEN, C. J. P; CHEN, S.; SU, X; WANG, Y. Incentives for and consequences of initial voluntary asset write-downs in the emerging Chinese Market. **Journal of International Accounting Research**. v. 3, 2004, pp. 43-61.

CHEN, K. C. W.; WEI, K. C. J.. Creditors decisions to waive violations of accounting-based debt covenants. **The Accounting Review**, v. 68, 1993, p. 218.

CHOI, Y. K.; DAY, T. E.. Transfer Pricing, Incentive Compensation and Tax Avoidance in a Multi-Division Firm. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 11, 1998, p. 139–164.

CHRISTIE, A. Aggregation of test statistics: an evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, 1990, p. 15-36.

\_\_\_\_\_ ; ZIMMERMAN, J. L. Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. **The Accounting Review**, v. 69, 1994, p. 539-566.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 9, 1937, pp. 386-405.

COLES, J. ; DANIEL, N ; NAVEEN, L.. Boards: does one size fit all?. **Journal of Financial Economics**, v. 87, 2007, p. 329-356.

COLLINS, D. W.; ROZEFF, M. S.; DHALIWAL, D. S.. The economic determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry: A cross-sectional analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 3, 1981, p. 37-71.

CORNETT, M. M., MARCUS, A. J.; TEHRANIAN, H.. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 87, 2008, p. 357-373.

CVM. Download de dados cadastrais de todas as companhias abertas. São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.org.br>>. Acesso em: 10/06/2011.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Regimento Interno do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC**. Brasília, DF, 200?. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/regimento.htm>>. Acesso em: 13/09/2010.

\_\_\_\_\_. **Pronunciamento técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 16 (R1): Estoques**. Brasília, DF, 2009. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC\\_16\\_R1.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_16_R1.pdf)>. Acesso em: 23/09/2010.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Resolução n.º 1.055 de 07/10/2005**. Brasília, DF, 2005. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/RES\\_1055.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/RES_1055.pdf)>. Acesso em: 13/09/2010.

DALEY, L. A.; VIGELAND, R. L.. The effects of debt covenants and political costs on the choice of accounting methods: The case of accounting for R&D costs. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, 1983, p. 195-211.

DALMACIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKI, V.. Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n.º 3, 2009, p. 6-23.

DEANGELO, L.,. Accounting numbers as market value substitutes: a study of managerial buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**, v. 61, 1986, p. 400-420.

\_\_\_\_\_,. Managerial competition, information cost, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy context. **Journal of Accounting and Economic**, v. 10, 1988, p. 3-36.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem - an empirical investigation. **Journal of Accounting and Economics**. v. 14, n. 1, p. 51-89, mar. 1991.

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

\_\_\_\_\_,. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, 1996, p. 1-36.

DEFOND, M. L.; SUBRAMANYAM, K. R. Auditor changes and discretionary accruals. **Journal of Accounting and Economics**. 25, 1998, 35-67.

DEMSKI, J.S.,SAPPINGTON, D.E.M.. Summarization with errors: a perspective on empirical investigations of agency relationships. **Management Accounting Research**, v. 10, 1999, p. 21-37.

DEY, A.. Corporate Governance and Agency Conflicts. **Journal of Accounting Research**, Vol. 46, n.º 5, 2008, p.1143 – 1181.

DEY, C. R.; GRINYER, J. R.; SINCLAIR, C. D.; EL-HABASHY, H. Determinants of accounting choices in Egypt. **Journal of Applied Accounting Research**, Vol. 8, 2008, p.48 – 92

DHALIWAL, D. S.; SALAMON, G. L.; SMITH, E. D.. The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. **Journal of Accounting and Economics**, v. 4, 1982, p. 41-53.

DIKOLLI, S.S.. Agent employment horizons and contracting demand for forward-looking performance measures. **Journal of Accounting Research**, v. 39, 2001, p. 481-494.

DRYMIOTES, G.. The monitoring role of insiders **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, 2007, p. 359-377.

DUCHIN, R.; MATSUSAKA, J. G.; OZBAS, O.. When are outside directors effective? **Journal of Financial Economics**. v. 96, (2010), p. 195–214.

DUKE, J. C.; HUNT III, H. G. An empirical examination of debt covenant restrictions and accounting-related debt proxies. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, 1990, pp. 45-63.

DUTTA, S.; REICHELSTEIN, S. Leading Indicator Variables, Performance Measurement, and Long-Term Versus Short-Term Contracts. **Journal of Accounting Research**. v. 41, nº 5, December 2003.

\_\_\_\_\_. Stock price, earnings, and book value in managerial performance measures. **The Accounting Review**, v. 80, 2005, p. 1069-1100.

DUTTA, S., ZHANG, X.. Revenue recognition in a multi-period agency setting. **Journal of Accounting Research**, v. 40, 2002, p. 67-83.

EL-GAZZAR, S.; LILIEN, S.; PASTENA, V.. Accounting for leases by lessees. **Journal of Accounting and Economics**, v. 8, 1986, pp. 217-237.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Lei Sarbanes-Oxley 2002. Acesso em: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>.

\_\_\_\_\_. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, 1970, p. 383-417.

\_\_\_\_\_. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, 1980, p. 288-307.

\_\_\_\_\_. Efficient capital markets: II. **Journal of Finance**, v. 46, 1991, p. 1575-1617.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C.. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, 1983a, p. 301-325.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C.. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, 1983b.

FARBER, D. B. Restoring trust after fraud: does corporate governance matter? **The Accounting Review**. v. 80. nº 2. 2005, p. 539-561.

FÁVERO, L. P; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L.. **Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.



FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, 2001, pp. 255-307.

FRANCIS, J.. Discussion of Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, 2001, p. 309-319.

FORMIGONI, H.; PAULO, E.; PEREIRA, C.A.. Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras. In: **7º Congresso USP Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, 2007.

FURUBOTN, E. G.; RITCHER, R.. **Institutions and economic theory**: the contribution of the New Institutional Economics. The University of Michigan Press: Michigan, 1998.

FURUTA, F.. **Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: Análise das Empresas Presentes no Mercado Brasileiro e Norte Americano**. 179 p. São Paulo, 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo.

GAVER, J. J.. Discussion of "discretionary accounting choices and CEO compensation. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, 1998, p.253.

GAVER, J. J.; GAVER, K. M.. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. **Journal of Accounting and Economics**. v. 16. 1993, p. 125-160.

GAVER, J. J.; GAVER, K. M.; AUSTIN, J. R.. Additional evidence on bonus plans and income management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 19, 1995, p.3-28.

GIVOLY, D.; HAYN, C. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative? **Journal of Accounting and Economics**. n. 29, 2000. p. 287-320.

GUIDRY, F., LEONE, A. J., ROCK, S.. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, 1999, p.113-142.

HAGERMAN, R. L.; ZMIJEWSKI, M. E. Some economic determinants of Accounting Policy Choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 1, 1979, pp.141-161.

HARRIS, M.; RAVIV, A.. A Theory of Board Control and Size. **The Review of Financial Studies**. v 21, nº 4, 2008.

HEALY, P. M.. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, 1985, p.85-107.

HEALY, P. M.; KANG, S. H.; PALEPU, K. G.. The effect of accounting procedure changes on CEO's cash salary and bonus compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, 1987, p.7-34.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Effectiveness of accounting-based dividend covenants. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, 1990, p. 97-123.

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

HENDRIKSEN, E. S. e VAN BREDA, M. F.. **Teoria da Contabilidade**. Trad. da 5ª ed. Americana por Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S.. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. **American Economic Review**. v. 88, nº 1, 1998, p. 96–118.

\_\_\_\_\_. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. **Economic Policy Review** - Federal Reserve Bank of New York; Apr 2003; 9, 1.

HRIBAR, P.; COLLINS, D. . Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n.º 1, 2002, p. 623-634.

HOLMSTROM, B. Moral hazard and observability. **Bell Journal of Economic**, v. 10, 1979, p. 74-91.

HOLTHAUSEN, R. Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques. **Journal of Accounting and Economics**, v. 3, 1981, p. 73-109.

\_\_\_\_\_. Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, 1990, pp. 207-218.

HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F.; SLOAN, R. G. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. **Journal of Accounting and Economics**. v. 19, p. 29-74, fev. 1995.

\_\_\_\_\_; LEFTWICH, R. The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, 1983, pp. 77-117.

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

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.. CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, But How. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 22, n. 1, 2010, p. 63-76.

JONES, J.. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, 1991, p. 193-228.

KALYTA, P.. Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits. **The Accounting Review**, v. 84, n.º 5, 2009, p. 1553–1573.

KANG, S., SIVARAMAKRISHNAN, K.. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, 1995, p. 353-367.

KASZNIK, R.. On the association between voluntary disclosure and earnings management. **Journal of Accounting Research**. v. 37, 1999, p. 57-81.

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

KLEIN, A.. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, 2002a, p. 375-400.

\_\_\_\_\_. Economic determinants of audit committee independence. **The Accounting Review**, v. 77, n.º 2, 2002b, p. 435-452.

KLEIN, B.. Contracting cost and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, 1983, p. 367-374.

KNIGHT F. H.. **Risk, Uncertainty and Profit**. New York, 1965. In: PUTTERMAN; L.; KROSZNER, R. S. The economic nature of the firm. 2 ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

KOTHARI, S.P.. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, 2001, pp. 105- 321.

LAMBERT, R. A.. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, 2001, p. 3-87.

LAMBERT, R. A.; LARCKER, D. F. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive-compensation contracts. **Journal of Accounting Research**. v. 25, p. 85-129, suplemento, 1987.

LEHN, K. M.; PATRO, S.; ZHAO, M.. Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000. **Financial Management**, 2009, p. 747 – 780.

LEV, B.; THIAGARAJAN, R.. Fundamental Information Analysis. **Journal of Accounting Research**. v. 31, nº. 2, 1993.

LIBERTY, S. E., ZIMMERMAN, J. L.. Labor union contract negotiations and accounting choices. **The Accounting Review**, v. 61, 1986, p. 692-712.

LILIEN, S.; PASTENA, V.. Determinants of intramethod choice in the oil and gas industry. **Journal of Accounting and Economics**, v.4, 1982, p. 145-170.

LINCK, J. S.; NETTER, J. M.; YANG, T. The Determinants of Board Structure. **Journal of Financial Economics**. v. 87, 2008, p. 308–328.

LOPES, A. B. The value relevance of Brazilian accounting numbers: an empirical investigation. Working Paper. University of São Paulo, São Paulo, SP, 2002. **Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=311459](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311459)**

MALMQUIST, D. Efficient contracting and the choice of accounting method in the oil and gas industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, 1990, pp. 173-205.

MARTINEZ, A. L.. Detectando earnings management no Brasil: Estimando os *accruals* discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, 2008, p. 7-17.

MARTINEZ, A. L.; FARIA, M. P. Emissão de Debêntures e Earnings Management no Brasil. **Revista de Informação Contábil**, v. 2, nº 1, p. .57-71, out-dez/2007.

MASULIS, R. W.; MOBBS, S.. Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market. **The Journal of Finance**, v. LXVI, nº. 3, June-2011.

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

MCCONNELL J.J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate Value. **Journal of Financial Economics**. v. 27, 1990 p. 595-612.

MCNICHOLS, M.; WILSON, P.. Evidence of earnings management from provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**. (Supplement), 1998, p. 1-31.

MENDES-DA-SILVA, W.; GRZYBOVSKI, D.. Efeitos da governança corporativa e da performance empresarial sobre o turnover de executivos no brasil: comparando empresas familiares e não-familiares. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, 2006, p. 45-70.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, Robert. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**. v. 20, n° ½, 1988, p. 293-315.

NELSON, M. W.; ELLIOT, J. A. ; TARPLEY, R. L.. How are earnings managed? Examples from auditors. **Accounting Horizons**, 2003; p. 17-35.

NUNES, A. A.; MARQUES, J. A. V. C.. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **R. Cont. Fin. – USP**, n. 38, 2005, p. 57-73.

PALMROSE, Z. V. An analysis of auditor litigation and audit service quality. **The Accounting Review**. January – 1988, p. 55–73.

PAULO, E. ; LEME, J. R.. Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n.º 4, 2009, p. 27-43.

PEASNELL, K.V.; POPE, P. F.; YOUNG, S.. Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 32, 2005, p. 1311-1346.

PETERSON, C. A., MILLAR, J. A., RIMBEY, J. N.. The economic consequences of accounting for stock splits and large stock dividends. **The Accounting Review**, v. 71, 1996, p. 241.

PRESS, E.; WEINTROP, J.. Accounting-based constraints in public and Private debt agreements: their association with leverage and impact on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, 1990, p. 65-95.

PUTTERMAN; L.; KROSZNER, R. S. The economic nature of the firm. 2 ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

RAHEJA, C. G.. Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 40, 2005, p. 283-306.

ROYCHOWDHURY, S.; WATTS, R. L.. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. **Working Paper**: Sloan School of Management, MIT, 2006.

SEC. Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/form10k.htm>>. Acesso em: 24/09/2010.

SHUTO, A.. Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 16, 2007, p. 1-26.

SILVA, A. H. C. **Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais**. 151 p. São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SIMON, H. A.. A Behavioral Model of Rational Choice. **Quarterly Journal of Economics**, v. 69, 1955, p. 99-118.

\_\_\_\_\_. Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science. **American Economic Review**, 1959, p. 253-283.

SMITH, C. W. JR.. A perspective on accounting-based debt covenant violations. **The Accounting Review**, v. 68, n.º 2, 1993, p. 289-303.

SMITH, C. W. JR.; WATTS, R. L.. Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans. **Australian Journal of Management**, v. 7, n.º 2, 1982, p. 139-157.

SMITH, C.W.; WATTS, R. L. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. **Journal of Financial Economics**. v. 32 (December): 1992, p. 263-292.

SMITH, C. W. JR.; WARNER, J. B.. On financial contracting: an analysis of bond covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, 1979, p. 117-161.

PAE, S.. Selective disclosures in the presence of uncertainty about information endowment. **Journal of Accounting and Economics**. v. 39, 2005, p. 383–409.

SUNDER, S. **Teoría de la contabilidad y el control**. Ohio: South Western Publishing, International Thonson Publishing, 1997.

SWEENEY, A. P. Debt-covenant violations and managers accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 3, p. 281-308, maio 1994.

TEOH, S. H.; WONG, T.J. perceived auditor quality and the earnings response coefficient. **Accounting Review**. v. 68, n. 2, p. 346-366, abr. 1993.

THOMAS, J.; ZHANG, X. J. . Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, 2000, p. 347-376.

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

UNITED STATES. **Securities Exchange Act of 1934, June 6**. Washington, D. C.: 1934. Disponível em: < <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>. Acesso em: 13/09/2010.

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

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

WARFIELD, T. D.; WILD, J. J.; WILD, K. L. Managerial ownership, accounting choices, and informatives of earnings. **Journal of Accounting and Economics**. v. 20, n 1, p. 61-91, jul. 1995.

WATTS, R. L. Accounting objectives. **Working Paper**. University of Rochester, Rochester, NY, 1974.

\_\_\_\_\_. Corporate financial statement: a product of the market and political processes. **Australian Journal of Management**, v. 2, 1977, p. 53-75.

\_\_\_\_\_; ZIMMERMAN, J. L.. Towards a positive theory of determination of accounting standards. **The Accounting Review**, v. 53, 1978, p. 112-134.

\_\_\_\_\_; ZIMMERMAN, J. L.. The demand for and supply of accounting theories: the market for excuses. **The Accounting Review**, v. 54, 1979, p. 273-305.

\_\_\_\_\_; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. Prentice-Hall, Engelwood Cliffs, New Jersey, 1986.

\_\_\_\_\_; ZIMMERMAN, J. L.. Positive accounting theory: a ten-year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, 1990, p. 131-156.

WEISBACH, M. S.. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**. nº 20, 1988, p. 431-460.

WEYGANDT, J. J.; KIESO, D. E.; KIMMEL, P. D.. **Contabilidade financeira**. Tradução de Ezaide Carvalho da Silva, José Luiz Paravato; Revisão Técnica de Jeane de Souza Coutinho, Luiz Henrique Baptista Machado. 3 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2005.

WILLIANSO, O. E. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

WILLIANSO, O. E. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 16, 2002, p. 171-195.

ZIMMER, I.. Accounting for interest by real estate developers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 8, 1986, p.37-51.

ZMIJEWSKI, M.; HAGERMAN, R. L.. An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 3, 1981, p.129-149.



## ANEXOS

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
1	4863	CORREA RIBEIRO SA COM IND	CORREA RIBEIRO SA COM. IND.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
2	1686	PRà METALURGIA SA	PRà METALURGIA	11/02/1982	FASE OPERACIONAL	11/02/1982
3	16101	GAFISA SA	GAFISA	21/02/1997	FASE OPERACIONAL	21/02/1997
4	15865	ITAITINGA PARTICIPACOES SA	ITAITINGA PARTICIPAÇÕES S.A.	07/11/1996	FASE OPERACIONAL	07/11/1996
5	94	PANATLANTICA SA	PANATLANTICA	29/12/1971	FASE OPERACIONAL	29/12/1971
6	14966	SERRA AZUL WATER PARK SA	SERRA AZUL	26/07/1995	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
7	9857	QGN PARTICIPAÇÕES SA	QGN PARTICIPAÇÕES S/A	29/07/1982	FASE OPERACIONAL	29/07/1982
8	15733	SHOPPING CENTER TACARUNA SA	SHOPPING CENTER TACARUNA	11/09/1996	FASE OPERACIONAL	08/10/1998
9	14931	DIXIE TOGA SA	DIXIE TOGA	30/06/1995	FASE OPERACIONAL	30/06/1995
10	3182	DOCAS INVESTIMENTOS SA	DOCAS S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
11	5207	DOHLER S.A.	DOHLER	26/12/1973	FASE OPERACIONAL	26/12/1973
12	9067	SUZANO HOLDING S.A. (EX-NEMOFEFFER S.A.)	SUZANO HOLDING S.A.	11/03/1982	FASE OPERACIONAL	11/03/1982
13	13986	SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	15/04/1992	FASE OPERACIONAL	15/04/1992
14	15407	TERMINAIS PORT. DA PONTA DO F LIX S/A	PONTA DO F LIX	27/02/1996	FASE OPERACIONAL	30/09/2002
15	922	BANCO DA AMAZÂNIA S.A.	BANCO DA AMAZONIA S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
16	1023	BANCO DO BRASIL S.A.	BANCO DO BRASIL S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
17	4820	BRASKEM S.A.	BRASKEM	18/12/1978	FASE OPERACIONAL	18/12/1978
18	1970	BRASMOTOR SA	BRASMOTOR S.A	08/08/1969	FASE OPERACIONAL	08/08/1969
19	4782	MENDES JUNIOR ENGENHARIA SA	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
20	8540	MERCANTIL DO BR FINC SA CFI	MERCANTIL BRASIL	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
21	15890	MERCANTIL DO BRASIL LEASING SA	MERCANTIL LEASING	29/11/1996	FASE OPERACIONAL	29/11/1996
22	7617	ITAéSA - INVESTIMENTOS ITAé S.A.	ITAéSA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
23	12530	ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	14/11/1985	FASE OPERACIONAL	14/11/1985

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
24	14206	BRB-BANCO DE BRASILIA SA	BRB	24/09/1993	FASE OPERACIONAL	24/09/1993
25	16292	BRF - BRASIL FOODS SA	BRF - BRASIL FOODS SA	24/06/1997	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
26	16748	CIA RIOGRANDENSE DE SANEAMENTO	CORSAN	19/12/1997	FASE OPERACIONAL	19/12/1997
27	14443	CIA SANEAMENTO BµSICO ESTADO SÇO PAULO	SABESP	27/06/1994	FASE OPERACIONAL	27/06/1994
28	14460	CYRELA BRAZIL REALTY SA EMPRS E PARTS	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.	07/07/1994	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
29	16527	AES SUL DISTRIB. GAéCHA DE ENERGIA S.A.	AES SUL DISTRIB. GAéCHA DE ENERGIA S.A.	13/10/1997	FASE OPERACIONAL	13/10/1997
30	1120	BANCO DO ESTADO DE SERGIPE SA	BANESE	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
31	1171	BANCO DO ESTADO DO PARµ S/A.	BANPARµ S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
32	1210	BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL SA	BANRISUL S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
33	1228	BANCO DO NORDESTE DO BRASIL SA	BANCO DO NORDESTE	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
34	1325	BANCO MERCANTIL BRASIL SA	BANCO MERCANTIL DO BRASIL S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
35	3115	CIA SEGUROS ALIANCA BAHIA	COMPANHIA DE SEGUROS ALIANÇA DA BAHIA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
36	5258	DROGASIL SA	DROGASIL SA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
37	4030	CIA SIDERURGICA NACIONAL	CSN	26/02/1943	FASE OPERACIONAL	26/02/1943
38	3158	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	COTEMINAS	11/02/1971	FASE OPERACIONAL	11/02/1971
39	4081	CIA TECIDOS SANTANENSE	SANTANENSE	20/12/1984	FASE OPERACIONAL	20/12/1984
40	5150	DHB IND E COMERCIO SA	DHB	21/03/1978	FASE OPERACIONAL	21/03/1978
41	8605	METALGRAFICA IGUACU SA	IGUA€U	02/09/1968	FASE OPERACIONAL	02/09/1968
42	16632	GPC PARTICIPACOES SA	GPC PARTICIPACOES SA	20/11/1997	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
43	8672	JEREISSATI PARTICIPA€AES S/A	JEREISSATI PARTICIPA€AES S/A	12/03/1946	FASE OPERACIONAL	12/03/1946
44	3980	GERDAU SA	GERDAU S.A.	03/09/1980	FASE OPERACIONAL	03/09/1980
45	6505	GLOBEX UTILIDADES SA	PONTO FRIO	24/11/1981	FASE OPERACIONAL	24/11/1981

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
46	14214	DIBENS LEASING S.A. - ARREND. MERCANTIL	DIBENS LEASING SA	28/09/1993	FASE OPERACIONAL	28/09/1993
47	1155	BANESTES SA BANCO DO ESTADO DO ESPIRITO SANTO	BANESTES S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
48	2062	CAFE SOLUVEL BRASILIA SA	CAFE SOLUVEL BRASILIA S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	22/10/1996
49	15717	CAIXA ADM DIV PUB ESTADUAL SA	CADIP	04/09/1996	FASE OPERACIONAL	04/09/1996
50	16616	CIA. DISTRIB. DE GµS DO RIO DE JANEIRO	CEG	17/11/1997	FASE OPERACIONAL	17/11/1997
51	12858	DIGITEL SA INDUSTRIA ELETRONICA	DIGITEL	20/06/1986	FASE OPERACIONAL	20/06/1986
52	9342	DIMED SA DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	PANVEL FARMµCIAS	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
53	16705	ALEF SA	ALEF S/A	08/12/1997	FASE OPERACIONAL	31/03/2003
54	9954	ALFA HOLDINGS SA	ALFA HOLDINGS	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
55	15300	ALL - AM RICA LATINA LOGÖSTICA MALHA NORTE S.A.	ALL - AM RICA LATINA LOGÖSTICA MALHA NORTE S.A.	27/12/1995	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
56	2100	CAMBUCI SA	PENALTY	05/01/1985	FASE OPERACIONAL	05/01/1985
57	3336	CIA. IGUA€U DE CAF SOLéVEL	CIA. IGUA€U DE CAF SOLéVEL	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
58	15709	ALL - AM RICA LATINA LOGÖSTICA MALHA SUL S.A.	ALL - AM RICA LATINA LOGÖSTICA MALHA SUL S.A.	29/08/1996	FASE OPERACIONAL	29/08/1996
59	15822	BANRISUL ARMAZENS GERAIS SA	BAGERGS	18/10/1996	FASE OPERACIONAL	18/10/1996
60	14168	CARBOMIL SA MINER. E INDUSTRIA	CARBOMIL	27/07/1993	FASE OPERACIONAL	27/07/1993
61	6513	CIMOB PARTICIPA€ãES SA	CIMOB	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
62	14818	CIMS SA	CIMS SA	14/03/1995	FASE OPERACIONAL	14/03/1995
63	4537	GRAZZIOTIN SA	GRAZZIOTIN	31/01/1979	FASE OPERACIONAL	31/01/1979
64	15695	GRU€AI PARTICIPA€ãES SA	GRU€AI PARTICIPACOES S.A.	28/08/1996	FASE OPERACIONAL	28/08/1996
65	14915	GTD PARTICIPACOES SA	GTD PARTICIPA€ãES S\A	27/06/1995	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
66	4669	GUARARAPES CONFEC€ãES SA	GUARARAPES CONFEC€ãES	16/10/1958	FASE OPERACIONAL	20/10/1992
67	5380	ELECTRO A€O ALTONA S/A	ELECTRO A€O ALTONA S/A	19/01/1950	FASE OPERACIONAL	29/12/1998
68	4359	ELEKEIROZ S/A	ELEKEIROZ S/A	18/08/1971	FASE OPERACIONAL	18/08/1971

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
69	15784	ELETROBRμS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	ELETROPAR	30/09/1996	FASE OPERACIONAL	30/09/1996
70	11592	UNIPAR - UNIAO DE INDÚSTRIAS PETROQUÔMICAS S/A	UNIPAR - UNIÃO DE INDÚSTRIAS PETROQUÔMICAS S/A	08/12/1971	FASE OPERACIONAL	08/12/1971
71	11606	UNITEXTIL - UNIAO INDUSTRIAL TEXTIL S/A	UNITEXTIL	22/09/1982	FASE OPERACIONAL	22/09/1982
72	15377	HOPI HARI SA	HOPI HARI	13/02/1996	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
73	14540	VBC ENERGIA SA	VBC ENERGIA S.A.	30/08/1994	FASE OPERACIONAL	30/08/1994
74	5991	VICUNHA TEXTIL SA	VICUNHA TEXTIL SA	27/12/1971	FASE OPERACIONAL	27/12/1971
75	4146	KARSTEN SA	KARSTEN	29/12/1971	FASE OPERACIONAL	29/12/1971
76	7870	KEPLER WEBER SA	KEPLER WEBER SA	15/12/1980	FASE OPERACIONAL	15/12/1980
77	12653	KLABIN S.A.	KLABIN	06/08/1997	FASE OPERACIONAL	06/08/1997
78	13439	METALURGICA RIOSULENSE SA	METALURGICA RIOSULENSE S/A	29/11/1988	FASE OPERACIONAL	29/11/1988
79	8745	METANOR SA METANOL DO NE	METANOR S.A METANOL DO NORDESTE	26/12/1974	FASE OPERACIONAL	26/12/1974
80	8753	METISA METALÚRGICA TIMBOENSE SA	METISA	18/05/1971	FASE OPERACIONAL	18/05/1971
81	9393	PARANAPANEMA SA	PARANAPANEMA S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
82	14680	PARCOM PARTICIPACOES SA	PARCOM PARTICIPACOES SA	22/12/1994	FASE OPERACIONAL	22/12/1994
83	10456	ALPARGATAS SA	ALPARGATAS	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
84	11207	TECNOSOLO S/A	TECNOSOLO S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
85	11223	TEKA TECELAGEM KUEHNRICH SA	TEKA S.A.	04/12/1969	FASE OPERACIONAL	04/12/1969
86	14109	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	05/02/1993	FASE OPERACIONAL	05/02/1993
87	11231	TEKNO S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	TEKNO	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
88	11258	TELEC. BRASILEIRAS S.A. - TELEBRμS	TELEBRAS	21/01/1981	FASE OPERACIONAL	21/01/1981
89	5410	WEG SA	WEG SA	09/02/1982	FASE OPERACIONAL	09/02/1982
90	12823	SIDERURGICA J L ALIPERTI SA	ALIPERTI	06/06/1986	FASE OPERACIONAL	06/06/1986
91	1520	BARDELLA SA INDS MECANICAS	BARDELLA	26/11/1969	FASE OPERACIONAL	26/11/1969

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
92	15458	BATTISTELLA ADM E PARTICIPAÇÕES SA	BATTISTELLA	14/03/1996	FASE OPERACIONAL	14/03/1996
93	1562	BAUMER SA	BAUMER	20/05/1970	FASE OPERACIONAL	20/05/1970
94	11398	MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL	MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL	23/12/1970	FASE OPERACIONAL	23/12/1970
95	16209	ELETRON SA	EL TRON S.A.	15/04/1997	FASE OPERACIONAL	15/04/1997
96	14176	ELETROPAULO METROPOLITANA EL.S.PAULO S.A	AES ELETROPAULO	19/08/1993	FASE OPERACIONAL	19/08/1993
97	14850	HAUSCENTER SA	HAUSCENTER	02/05/1995	FASE OPERACIONAL	02/05/1995
98	6629	HERCULES S/A - FABRICA DE TALHERES	HERCULES S/A	01/11/1968	FASE OPERACIONAL	01/11/1968
99	12262	LA FONTE TELECOM S/A	LA FONTE TELECOM S/A	04/01/1985	FASE OPERACIONAL	04/01/1985
100	15610	CECRISA REVESTIMENTOS CERAMICOS SA	CECRISA	21/06/1996	FASE OPERACIONAL	21/06/1996
101	16675	CEL PARTICIPAÇÕES S.A. - CELPAR	CELPAR	01/12/1997	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
102	2429	CELULOSE IRANI SA	CELULOSE IRANI	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
103	13854	CEMEPE INVESTIMENTOS SA	CIA MARCOPOLO	28/06/1991	FASE OPERACIONAL	28/06/1991
104	4448	COBRASMA SA	COBRASMA S/A	12/12/1979	FASE OPERACIONAL	12/12/1979
105	6700	HOTEIS OTHON SA	HOTEIS OTHON S.A.	08/08/1980	FASE OPERACIONAL	08/08/1980
106	14303	SNB PARTICIPACOES SA	SNB PARTICIPAÇÕES S/A	09/03/1994	FASE OPERACIONAL	08/10/1998
107	16241	SOC.DE ABASTEC.DE MÚGUA E SANEAMENTO S.A.	SANASA-CAMPINAS	29/04/1997	FASE OPERACIONAL	29/04/1997
108	7978	LARK SA MAQ E EQUIPAMENTOS	LARK	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
109	8818	MINASMAQUINAS SA	MINASMÚQUINAS S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	30/06/2002
110	13765	MINUPAR PARTICIPACOES SA	MINUPAR	21/12/1990	FASE OPERACIONAL	21/12/1990
111	15199	SANTA CATARINA PART INVEST SA	INVESC	13/12/1995	FASE OPERACIONAL	13/12/1995
112	14940	SANTANDER BRASIL ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.	SANTANDER BRASIL ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.	06/07/1995	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
113	10880	SONDOTECNICA ENGENHARIA DE SOLOS S/A.	SONDOTECNICA S/A.	19/08/1980	FASE OPERACIONAL	19/08/1980

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
114	1597	PARTICIPAÇÕES INDUST. DO NORDESTE S.A.	BBM PARTICIPACOES	12/12/1983	FASE OPERACIONAL	12/12/1983
115	3190	REDE ENERGIA S.A.	REDE ENERGIA	16/10/1969	FASE OPERACIONAL	16/10/1969
116	9989	REFINARIA PET MANGUINHOS SA	REFINARIA DE PETRÓLEOS DE MANGUINHOS S.A	14/05/1970	FASE OPERACIONAL	14/05/1970
117	14923	SANTHER FAB.DE PAPEL SANTA THEREZINHA SA	SANTHER	29/06/1995	FASE OPERACIONAL	29/06/1995
118	16446	SANTOS-BRASIL SA	SANTOS-BRASIL SA	16/09/1997	FASE OPERACIONAL	16/09/1997
119	13781	SÇO CARLOS EMPREENDS E PARTICIPAÇÕES S.A	SÇO CARLOS EMPREEND.E PARTICIPAÇÕES S.A.	25/03/1991	FASE OPERACIONAL	25/03/1991
120	9415	SÇO PAULO TURISMO S. A.	SÇO PAULO TURISMO S. A.	20/10/1977	FASE OPERACIONAL	20/10/1977
121	16195	AMERICEL SA	AMERICEL	26/03/1997	FASE OPERACIONAL	26/03/1997
122	3050	AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A.	AMPLA	15/08/1969	FASE OPERACIONAL	15/08/1969
123	1309	BCO MERCANTIL INVS SA	BANCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS SA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
124	16233	BELAPART SA	BELAPART SA	23/04/1997	FASE OPERACIONAL	23/04/1997
125	2437	CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	ELETOBRAS	28/01/1971	FASE OPERACIONAL	28/01/1971
126	2461	CENTRAIS ELETRICAS DE SANTA CATARINA S.A	CELESC	26/03/1973	FASE OPERACIONAL	26/03/1973
127	14605	CENTRAIS ELETRICAS MATOGROSSENSES SA	CEMAT	25/10/1994	FASE OPERACIONAL	25/10/1994
128	15652	COMERCIAL QUINTELLA COM EXP SA	QUINTELLA	18/07/1996	FASE OPERACIONAL	18/07/1996
129	16497	EMP.NAC.C., R DITO E PART. S.A. ENCORPAR	ENCORPAR	07/10/1997	FASE OPERACIONAL	07/10/1997
130	5576	EMPRESA ENERG TICA DE M.S. S.A.	ENERSUL	28/08/1981	FASE OPERACIONAL	28/08/1981
131	15849	ENERGIPAR CAPTAÇÃO SA	ENERGIPAR CAPTAÇÃO SA	04/11/1996	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
132	16691	LIGA FUTEBOL SA	LIGAFUTEBOL S.A.	08/12/1997	FASE OPERACIONAL	08/12/1997
133	8036	LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE SA	LIGHT	25/11/1968	FASE OPERACIONAL	25/11/1968
134	8893	MONTEIRO ARANHA SA	MONTEIRO ARANHA	07/05/1980	FASE OPERACIONAL	07/05/1980

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
135	3654	COMPANHIA MELHORAMENTOS DE SÇO PAULO	MELHORAMENTOS	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
136	3298	COMPANHIA HABITASUL DE PARTICIPAÇÕES	CIA HABITASUL DE PARTICIPAÇÕES	19/04/1982	FASE OPERACIONAL	19/04/1982
137	3271	ENERGISA MINAS GERAIS - DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A	ENERGISA MINAS GERAIS	17/12/1969	FASE OPERACIONAL	17/12/1969
138	15091	LITEL PARTICIPACOES SA	LITEL PARTICIPACOES	18/10/1995	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
139	14052	BFB LEASING S.A. ARRENDAMENTO MERCANTIL	BFB LEASING	01/12/1992	FASE OPERACIONAL	01/12/1992
140	2577	CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÇO PAULO	CESP CIA ENERGETICA SAO PAULO	27/09/1971	FASE OPERACIONAL	27/09/1971
141	15253	ENERGISA SA	ENERGISA	20/12/1995	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
142	15113	IGUACU CELULOSE PAPEL SA	IGUAÇU CELULOSE, PAPEL S.A.	09/11/1995	FASE OPERACIONAL	09/11/1995
143	15121	BIC ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A	BIC ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A	16/11/1995	FASE OPERACIONAL	16/11/1995
144	1694	BICICLETAS MONARK SA	MONARK	01/12/1971	FASE OPERACIONAL	01/12/1971
145	14826	COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	PÇO DE AÇÚCAR	04/04/1995	FASE OPERACIONAL	04/04/1995
146	15342	ESPIRITO SANTO CENTRAIS ELETRICAS SA	ESCELSA	19/01/1996	FASE OPERACIONAL	19/01/1996
147	8087	LOJAS AMERICANAS SA	LOJAS AMERICANAS S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
148	8117	LOJAS HERING SA	LOJAS HERING	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	27/04/2010
149	1724	BMG LEASING S.A. - ARREND. MERCANTIL	BMG LEASING	05/12/1980	FASE OPERACIONAL	05/12/1980
150	3077	COMPANHIA DE FIAÇÃO E TECIDOS CEDRO E CACHOEIRA	CIA. DE FIAÇÃO E TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	11/08/1969	FASE OPERACIONAL	11/08/1969
151	15636	COMPANHIA DE GÁS DE SÇO PAULO - COMGÁS	COMPANHIA DE GÁS DE SÇO PAULO - COMGÁS	03/07/1996	FASE OPERACIONAL	03/07/1996
152	14451	COMPANHIA ENERGÉTICA DE BRASÓLIA - CEB	CEB - COMPANHIA ENERGÉTICA DE BRASÓLIA	04/07/1994	FASE OPERACIONAL	04/07/1994
153	16608	COMPANHIA ENERGÉTICA DO MARANHÃO CEMAR	CEMAR	13/11/1997	FASE OPERACIONAL	13/11/1997

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
154	3395	COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES	COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES	19/12/1973	FASE OPERACIONAL	19/12/1973
155	5762	ETERNIT SA	ETERNIT	17/11/1970	FASE OPERACIONAL	17/11/1970
156	5770	EUCATEX SA IND E COMERCIO	EUCATEX	20/08/1969	FASE OPERACIONAL	30/11/2009
157	1570	EXCELSIOR ALIMENTOS SA.	EXCELSIOR	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
158	2909	CIA CACIQUE CAFE SOLUVEL	CACIQUE	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
159	14311	COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA	COPEL	04/04/1994	FASE OPERACIONAL	04/04/1994
160	3824	COMPANHIA PAULISTA DE FORCA LUZ - CPFL	CPFL	19/08/1969	FASE OPERACIONAL	19/08/1969
161	5827	FAB TECIDOS CARLOS RENAUX SA	FAB TECIDOS C RENAUX	13/11/1969	FASE OPERACIONAL	13/11/1969
162	5878	FAE - FERRAGENS APARELHOS EL TRICOS S/A	FAE	11/12/1975	FASE OPERACIONAL	11/12/1975
163	8133	LOJAS RENNER SA	RENNER	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
164	7064	IND MAQS AGRICOLAS FUCHS SA	INDUSTRIA DE MAQUINAS AGRICOLAS FUCHS SA	14/04/1972	FASE OPERACIONAL	14/04/1972
165	12190	BOMBRIL SA	BOMBRIL SA	26/09/1984	FASE OPERACIONAL	26/09/1984
166	16560	BONAIRE PARTICIPAÇÕES SA	BONAIRE	03/11/1997	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
167	5924	FERRAGENS DEMELLOT S/A	FERRAGENS DEMELLOT S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	16/04/2010
168	15369	FERROVIA CENTRO ATLANTICA SA	FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.	12/02/1996	FASE OPERACIONAL	12/02/1996
169	14559	M&G POLI STER SA	M&G POLI STER S.A.	08/09/1994	FASE OPERACIONAL	08/09/1994
170	5312	MUNDIAL S.A - PRODUTOS DE CONSUMO	MUNDIAL	12/12/1979	FASE OPERACIONAL	12/12/1979
171	9512	PETROBRAS S.A. - PETROBRAS	PETROBRAS	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
172	9520	PETROLEO LUB DO NORDESTE SA	PETROLUSA	24/10/1975	FASE OPERACIONAL	24/10/1975
173	13412	PETROPAR SA	PETROPAR SA	22/11/1988	FASE OPERACIONAL	22/11/1988
174	9539	PETTENATI SA IND TEXTIL	PETTENATI	04/02/1981	FASE OPERACIONAL	04/02/1981
175	11975	AZEVEDO & TRAVASSOS SA	AZEVEDO & TRAVASSOS	20/08/1984	FASE OPERACIONAL	20/08/1984
176	3174	CIA DOCAS DE IMBITUBA	COMPANHIA DOCAS DE IMBITUBA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977



## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
177	14524	CIA ELETRICIDADE DA BAHIA	COELBA	28/07/1994	FASE OPERACIONAL	28/07/1994
178	14869	CIA ENERG CEARA - COELCE	CIA ENERG CEARA - COELCE	13/06/1995	FASE OPERACIONAL	13/06/1995
179	2453	CIA ENERG MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG	30/06/1971	FASE OPERACIONAL	30/06/1971
180	14362	CIA ENERG TICA DE PERNAMBUCO - CELPE	CELPE	29/04/1994	FASE OPERACIONAL	29/04/1994
181	6017	FIBAM CIA INDUSTRIAL	FIBAM	03/08/1972	FASE OPERACIONAL	03/08/1972
182	12319	INDS J B DUARTE SA	J B DUARTE	14/03/1985	FASE OPERACIONAL	14/03/1985
183	8575	MAHLE METAL LEVE S.A.	MAHLE METAL LEVE	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
184	9040	NADIR FIGUEIREDO IND E COM SA	NADIR FIGUEIREDO	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
185	15539	NEOENERGIA S.A	NEOENERGIA S.A.	08/05/1996	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
186	14621	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.	22/11/1994	FASE OPERACIONAL	22/11/1994
187	701	BAHEMA SA	BAHEMA	02/01/1974	FASE OPERACIONAL	02/01/1974
188	16373	CIA ESTADUAL DE μGUAS E ESGOTOS - CEDAE	CEDAE	28/07/1997	FASE OPERACIONAL	20/10/2010
189	3204	CIA ESTADUAL DE GERACAO E TRANSMISSAO DE ENERGIA ELETRICA	CEEE-GT	07/01/1970	FASE OPERACIONAL	07/01/1970
190	3069	CIA FERRO LIGAS BAHIA FERBASA	FERBASA	28/02/1961	FASE OPERACIONAL	28/02/1961
191	4650	CONFAB INDUSTRIAL SA	TENARISCONFAB	21/08/1980	FASE OPERACIONAL	21/08/1980
192	4685	CONPEL CIA NORDESTINA PAPEL	CONPEL - CIA. NORDESTINA DE PAPEL	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
193	4693	CONSERVAS ODERICH SA	CONSERVAS ODERICH SA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
194	4707	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRAÇÃO SA	CONSORCIO ALFA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
195	12793	FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBRIA	02/06/1986	FASE OPERACIONAL	02/06/1986
196	3891	FINANCEIRA ALFA S.A.- C.F.I	ALFA FINANCEIRA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
197	6076	FINANSINOS S/A-CR DITO, FINAN. E INVEST.	FINANSINOS S/A CFI	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
198	7510	INDÉSTRIAS ROMI S.A.	ROMI	19/04/1938	FASE OPERACIONAL	19/04/1938
199	12866	INDÉSTRIAS VEROLME-ISHIBRAS S.A. - IVI	IVI	02/07/1986	FASE OPERACIONAL	02/07/1986

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
200	16730	INEPAR ENERGIA SA	INEPAR ENERGIA	17/12/1997	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
201	8397	MANGELS INDUSTRIAL SA	MANGELS	28/12/1971	FASE OPERACIONAL	28/12/1971
202	8427	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA SA	ESTRELA	28/06/1968	FASE OPERACIONAL	28/06/1968
203	12181	MARAMBAIA ENERGIA RENOVμVEL SA	MARAMBAIA ENERGIA RENOVμVEL SA	28/06/1984	FASE OPERACIONAL	29/03/2010
204	8451	MARCOPOLO SA	MARCOPOLO	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
205	14613	NEUMARKT TRADE AND FINANCIAL CENTER S/A	NEUMARKT TRADE AND FINANCIAL CENTER S/A	27/10/1994	FASE OPERACIONAL	27/10/1994
206	10472	SARAIVA SA LIVREIROS EDITORES	EDITORA SARAIVA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
207	15261	SAUIPE SA	SAUIPE S.A.	20/12/1995	FASE OPERACIONAL	08/10/1998
208	14664	SCHULZ SA	SCHULZ	19/12/1994	FASE OPERACIONAL	19/12/1994
209	4057	SOUZA CRUZ SA	SOUZA CRUZ	18/09/1969	FASE OPERACIONAL	18/09/1969
210	10960	SPRINGER SA	SPRINGER	24/10/1968	FASE OPERACIONAL	24/10/1968
211	12840	RIMET EMPREEND. INDS. E COMERCIAIS S/A	RHEEM EMPRS	12/06/1986	FASE OPERACIONAL	12/06/1986
212	11320	TELEMAR NORTE LESTE SA	TELEMAR	12/12/1979	FASE OPERACIONAL	12/12/1979
213	16624	UPTICK PARTICIPACOES SA	UPTICK PARTICIPACOES	19/11/1997	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
214	12220	USINA COSTA PINTO SA ACUC ALC	USINA COSTA PINTO S/A A€€CAR E μLCOOL	16/01/1985	FASE OPERACIONAL	30/04/2002
215	4723	CONST ADOLPHO LINDENBERG SA	CAL S/A	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
216	13471	PLASCAR PARTICIPA€€ES INDUSTRIAIS S.A	PLASCAR PARTICIPA€€ES INDUSTRIAIS S.A	19/04/1989	FASE OPERACIONAL	19/04/1989
217	16535	RIO GRANDE ENERGIA SA	RGE - RIO GRANDE ENERGIA	13/10/1997	FASE OPERACIONAL	13/10/1997
218	13790	SDV ADM-DE SHOPPING CENTERS SA	SDV	15/04/1991	FASE OPERACIONAL	15/04/1991
219	8192	TREVISA INVESTIMENTOS SA	TREVISA INVESTIMENTOS SA	15/12/1980	FASE OPERACIONAL	15/12/1980
220	14320	USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS SA	USIMINAS	11/04/1994	FASE OPERACIONAL	11/04/1994
221	140	YARA BRASIL FERTILIZANTES	YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.	10/09/1981	FASE OPERACIONAL	31/03/2001

## ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Continua)

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
222	6343	TUPY SA	TUPY	01/07/1966	FASE OPERACIONAL	01/07/1966
223	10561	SEIVA S.A. - FLORESTAS E INDÚSTRIAS	SEIVA S.A. - FLORESTAS E INDÚSTRIAS	11/12/1981	FASE OPERACIONAL	11/12/1981
224	16586	SUDESTE SA	SUDESTE S.A.	10/11/1997	FASE OPERACIONAL	31/08/2003
225	16438	SUL 116 PARTICIPAÇÕES S.A.	OPPORTUNITY SUL S.A.	03/09/1997	FASE OPERACIONAL	03/09/1997
226	11800	WEMBLEY SOCIEDADE ANÔNIMA	WEMBLEY SOCIEDADE ANÔNIMA	08/10/1973	FASE OPERACIONAL	08/10/1973
227	11991	WETZEL S.A.	WETZEL S.A.	09/10/1984	FASE OPERACIONAL	09/10/1984
228	14346	WHIRLPOOL S.A	WHIRLPOOL S.A	22/04/1994	FASE OPERACIONAL	22/04/1994
229	14397	WIEST SA	WIEST SA	24/05/1994	FASE OPERACIONAL	02/03/2011
230	11070	WLM INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	WLM	07/01/1971	FASE OPERACIONAL	07/01/1971
231	1384	BANCO ALFA DE INVESTIMENTO SA	ALFA DE INVESTIMENTO	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
232	13447	POLPAR S.A.	POLPAR S.A.	03/03/1989	FASE OPERACIONAL	03/03/1989
233	14761	CIA HERING	CIA HERING	26/01/1995	FASE OPERACIONAL	26/01/1995
234	3328	CIA HIDRO ELÉTRICA DO SÇO FRANCISCO	CHESF	19/12/1969	FASE OPERACIONAL	19/12/1969
235	4774	CONST LIX DA CUNHA SA	LIX DA CUNHA	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
236	13030	CONST SULTEPA SA	CONSTRUTORA SULTEPA S/A	29/09/1986	FASE OPERACIONAL	29/09/1986
237	7595	INEPAR SA IND E CONSTRUÇÕES	INEPAR S/A	22/01/1980	FASE OPERACIONAL	22/01/1980
238	16268	MARINA DE IRACEMA PARK SA	MARINA PARK	14/05/1997	FASE OPERACIONAL	14/05/1997
239	8486	MARISOL SA	MARISOL	21/05/1976	FASE OPERACIONAL	21/05/1976
240	3549	CIA INDL SCHLOSSER SA	SCHLOSSER TECIDOS	28/06/1985	FASE OPERACIONAL	28/06/1985
241	6041	INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	INVESTIMENTOS BEMGE	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
242	7811	JOAO FORTES ENGENHARIA SA	JOÃO FORTES ENGENHARIA S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
243	13285	JOSAPAR- JOAQUIM OLIVEIRA S/A PARTICIP	JOSAPAR S/A	04/03/1988	FASE OPERACIONAL	04/03/1988
244	10596	SERGEN SERVS GERAIS DE ENG SA	SERGEN	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
245	16659	PORTO SEGURO SA	PORTO SEGURO SA	28/11/1997	FASE OPERACIONAL	28/11/1997
246	13773	PORTOBELLO S/A	PORTOBELLO S/A	04/01/1991	FASE OPERACIONAL	04/01/1991

**ANEXO A – AMOSTRA INICIAL DE COMPANHIAS ABERTAS (Última)**

N.º	CÓDIGO CVM	DENOMINAÇÃO SOCIAL	DENOMINAÇÃO COMERCIAL	DATA DE REGISTRO	SITUAÇÃO	DATA DA SITUAÇÃO
247	9717	PORTUENSE FERRAGENS S/A	PORTUENSE	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
248	14010	PREDILETO ALIMENTOS SA		03/08/1992	FASE OPERACIONAL	03/08/1992
249	16306	ROSSI RESIDENCIAL SA	ROSSI RESIDENCIAL	01/07/1997	FASE OPERACIONAL	01/07/1997
250	8648	METALURGICA DUQUE SA	METALURGICA DUQUE SA	26/11/1971	FASE OPERACIONAL	26/11/1971
251	8656	METALURGICA GERDAU SA	METALURGICA GERDAU	17/05/1968	FASE OPERACIONAL	17/05/1968
252	16390	TAM S.A.	TAM	08/08/1997	FASE OPERACIONAL	31/03/2001
253	14133	TEC TOY S/A	TEC TOY	21/06/1993	FASE OPERACIONAL	21/09/2000
254	11215	TECBLU - TECELAGEM BLUMENAU S/A.	TECBLU	28/04/1971	FASE OPERACIONAL	28/04/1971
255	16225	VALETRON SA	VALETRON SA	23/04/1997	FASE OPERACIONAL	23/04/1997
256	11762	VULCABRAS AZALEIA S.A.	VULCABRAS S/A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
257	7544	TÊXTEIL RENAUXVIEW S/A	RENAUXVIEW	11/08/1969	FASE OPERACIONAL	11/08/1969
258	14028	VALE FERTILIZANTES S.A.	VALE FERTILIZANTES	11/08/1992	FASE OPERACIONAL	11/08/1992
259	4170	VALE S.A.	VALE	02/01/1970	FASE OPERACIONAL	02/01/1970
260	906	BANCO BRADESCO SA	BANCO BRADESCO S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
261	16330	521 PARTICIPAÇÕES SA	521 PARTICIPAÇÕES S/A	11/07/1997	FASE OPERACIONAL	31/12/2000
262	16284	524 PARTICIPAÇÕES SA	524 PARTICIPAÇÕES SA	30/05/1997	FASE OPERACIONAL	30/05/1997
263	11932	IOCHPE-MAXION SA	IOCHPE-MAXION	17/07/1984	FASE OPERACIONAL	17/07/1984
264	11312	BRASIL TELECOM S/A	BRASIL TELECOM S.A.	27/03/1980	FASE OPERACIONAL	27/03/1980
265	6173	FORJAS TAURUS SA	FORJAS TAURUS SA	02/03/1982	FASE OPERACIONAL	02/03/1982
266	14796	FORPART SA	FORPART SA	21/02/1995	FASE OPERACIONAL	21/02/1995
267	6211	FRAS-LE SA	FRAS-LE S.A.	20/07/1977	FASE OPERACIONAL	20/07/1977
268	2038	BUETTNER SA IND E COMERCIO - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	BUETTNER S/A - INDUSTRIA E COMERCIO - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	27/02/1969	EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	13/05/2011