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

TALLES VIANNA BRUGNI

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO E FISCAL E PROPRIEDADE DOS
NÚMEROS CONTÁBEIS NO BRASIL**

SÃO PAULO
2016

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio de Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luiz Paulo Lopes Fávero
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

TALLES VIANNA BRUGNI

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO E FISCAL E PROPRIEDADE DOS
NÚMEROS CONTÁBEIS NO BRASIL**

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

Orientador: Prof. Dr. Luiz Paulo Lopes Fávero

Versão Original

São Paulo
2016

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo na publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo

FICHA CATALOGRÁFICA

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

Brugni, Talles

Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil / Talles Vianna Brugni – São Paulo, 2016.

181 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2016.

Orientador: Luiz Paulo Lopes Fávero.

1. Governança corporativa 2. Conselho de administração 3. Conselho fiscal 4. Persistência dos lucros 5. Conservadorismo contábil 6. Gerenciamento de resultados I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.4

Nome: Talles Vianna Brugni

Título: Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil.

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

A Deus e à minha família,

Dedico.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todas as pessoas que participaram e contribuíram direta e indiretamente para a concretização deste projeto. Aos meus pais, fica meu eterno, contínuo e interminável agradecimento por todo suporte emocional fornecido ao longo deste período.

Agradeço também a minha namorada, noiva, esposa, mulher..., Natallie Brugni que, em todas as fases, se mostrou sempre companheira e paciente, principalmente nos momentos mais difíceis dessa jornada.

João e Maria, que nasceram em meio a esse projeto, foram os principais alicerces para que minha motivação e inspiração diária nunca faltasse. Para esses, o recado é: seja sempre melhor do que papai e mamãe, sempre!

Aos professores, registro minha gratidão pelas experiências trocadas. Serei eternamente grato ao professor Luiz Paulo Lopes Fávero, que aceitou meu pedido de orientação de imediato, depositando confiança em uma pessoa que malmente não conhecia. Sua orientação foi indispensável em todos os momentos, principalmente os de maior dificuldade, mostrando-me, com a maestria que lhe é peculiar para tudo que executa, os melhores caminhos a percorrer para que os percalços se tornassem menos árduos (para não dizer simples, diante de tantas outras situações tão ou mais relevantes da vida).

Para o professor Luiz Nelson Guedes de Carvalho deixo minha eterna gratidão também. Foi ele que me incentivou e me mostrou, sem nem imaginar o quanto me impulsionou naquele momento, que estudar na melhor instituição do país não estava distante da minha realidade, simplesmente respondendo um email de um aluno desconhecido que residia a milhares de quilômetros dali; com a elegância natural de quem sabe como a vida funciona. Muito obrigado professor, por ter me dado a honra de conhecê-lo.

O Professor Welington Rocha não poderia deixar de ser citado. Com ele, aprendi como um professor deve se portar em sala de aula, além de outros detalhes da academia. Obrigado por me permitir te conhecer “... por mais de 15 minutos”!!!. Já a professora Joanília Neide de Sales Cia me ensinou sobre investimentos e mais do que isso: me ensinou mais sobre vida, relacionamentos... foi uma conselheira. Não me esquecerei disso.

Não poderia deixar de citar os professores Alexsandro Broedel Lopes, Bruno Meirelles Salotti, Fernando Dal-Ri Múrcia, Lucas Ayres Barreira de Campos Barros e Luiz João Corrar. Saibam que cada um exerceu papel ímpar na minha formação, cujos detalhes são numerosos a ponto de se tornarem inviáveis de serem citados, embora seus nomes sejam sempre, e possivelmente

sempre serão, citados por mim nas jornadas acadêmicas da vida.

Agradeço a todos os colegas que direta ou indiretamente colaboraram para que o período vivido na USP fosse ainda mais proveitoso. Um obrigado especial vai para o colega e amigo Robson Braga: acredito que esse reencontro, após anos, não foi obra do acaso. Outros nomes também não podem deixar de ser destacados: André Carlos de Souza (um grande amigo), Aziz Xavier Beiruth (um grande parceiro), Edmilson Patrocínio de Souza (um “pai acadêmico”), Eduardo Alves de Oliveira (uma grande companhia), Eduardo da Silva Flores (um parceiro cujo tempo deve ser aproveitado ao máximo) e Gisele Sterzeck (uma grande amiga), obrigado por tudo. Sem vocês, o doutoramento não seria o mesmo.

Meus sinceros agradecimentos à equipe técnica da Universidade de São Paulo, com destaque para Belinda Ludovici de Oliveira e Evandro Figueiredo, que mostram, diariamente, uma boa parcela da humildade, gentileza e presteza, presentes na instituição mais respeitada do país.

Por fim, mas não menos importante, agradeço imensamente à equipe da ComDinheiro® pelo carinho ao fornecer acesso total e irrestrito à base, de maneira gratuita, em nome do desenvolvimento da ciência. Meus mais sinceros agradecimentos, pois, sem vocês, a tarefa de coleta de dados seria ainda mais árdua.

A todos que contribuíram para a conclusão desta fase da minha vida, muito obrigado!

“Posso alegrar-me agora até mesmo com a demonstração de que uma teoria que estimo é falsa – isso constituiria também um êxito científico”

John Carew Eccles

“Deixarei, contudo, que o pouco que aprendi seja conhecido, de modo que alguém melhor do que eu possa adivinhar a verdade, provando e refutando meus erros com seu trabalho. Isso me dará prazer, pois terei sido um meio para trazer à luz a verdade”.

Albrecht Dürer

“Os dois dias mais importantes da sua vida são o dia em que você nasceu e o dia que você descobre o porquê de ter nascido”.

Mark Twain

RESUMO

Brugni, T. V. (2016). *Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil*. Tese de Doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Muito em função da dificuldade de se observar o dia-a-dia dos conselheiros nas empresas, acadêmicos e profissionais se questionam sobre a importância dessas estruturas de governança corporativa (GC) quando o assunto é propriedade dos números contábeis. Nesse sentido, esta tese, além de discutir extensivamente e traçar um panorama geral acerca da configuração desses conselhos no Brasil ao longo dos últimos cinco anos, estuda de que forma essas e outras estruturas de GC se associam com medidas de qualidade da informação contábil das firmas brasileiras. Diferentemente do que se encontra na literatura existente, a pesquisa em tela buscou compreender o ambiente dos conselhos de administração (CAs) e Fiscais (CFs) de modo mais amplo, avaliando de forma agregada 35 características estruturais, de remuneração e de composição desses órgãos, considerando suas inter-relações e implicações quando da associação destas com variáveis que medem as propriedades informacionais contidas no lucro. Para tanto, analisou-se, em média, cerca de 325 empresas por ano, compreendendo análise de 19.487 currículos de conselheiros de administração e fiscais efetivos no país, além da análise das outras variáveis de governança, tais como avaliação formal de conselheiros, frequência de reuniões, tipos de contrato de remuneração e outras. Posteriormente, utilizou-se a técnica de Análise Fatorial para estabelecer constructos subjacentes e não correlacionados entre si, de modo que os coeficientes estimados nas regressões posteriores fossem reportados de forma mais consistente do que se construídos com um número limitado de variáveis individuais. Cinco fatores representam mais de 80% da variância dos dados, sinalizando que características como idade, formação básica em administração, contabilidade e/ou economia, remuneração, *board interlocking* e tamanho do conselho formam um agregado parcimonioso de características que representam a maior parte da diversidade subjacente dos conselhos brasileiros. Destarte, após análise de simultaneidade dos modelos, testou-se as associações existentes entre as propriedades dos números contábeis e os fatores de GC por intermédio de modelos de regressão múltipla estimados pelo método *OLS*, e de modelos de regressão logística, controlados por setor, tamanho das empresas, adesão aos níveis diferenciados de governança, emissão de ADR, presença de CF permanente instalado, estrutura de propriedade e outros. Os resultados indicam uma associação inversa e significativa entre a proporção dos membros que participam de outros CAs e os níveis de persistência, sinalizando que empresas com CAs formados por membros dedicados tendem a reportar, na média, lucros mais persistentes. A remuneração variável é positivamente relacionada com a persistência dos lucros reportados – sugerindo que a remuneração dos conselheiros é influenciada pela substância econômica dos resultados divulgados – e com o conservadorismo contido no lucro – sinalizando para redução do conservadorismo contábil na medida em que a remuneração variável dos conselheiros aumenta. A idade também mostrou ser fator relevante para explicar os níveis de conservadorismo e de gerenciamento de resultados das firmas, sinalizando tendência de maior grau de conservadorismo e menor grau de gerenciamento de resultados por parte dos conselheiros mais velhos. Adicionalmente, não foi possível afirmar que o conselho fiscal afeta de forma positiva o monitoramento da qualidade dos lucros reportados no mercado de capitais brasileiro.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Conselho de Administração. Conselho Fiscal. Persistência dos lucros. Conservadorismo Contábil. Gerenciamento de Resultados.

ABSTRACT

Brugni, T. V. (2016). *Corporate governance, board of directors, oversight board and earnings quality in Brazil*. Ph.D. Dissertation, Department of Accounting and Actuarial Sciences, School of Economics, Business Administration and Accounting, University of Sao Paulo, Sao Paulo.

In view of the difficulty of observing the day-to-day activities of members of oversight board and board of directors, academics and professionals wonder about the importance of corporate governance (CG) structures when the subject is the propriety of accounting numbers. In this sense, besides discussing extensively and tracing an overview of the configuration of these boards in Brazil over the past five years, I also study how these and other CG structures are associated with proxies of accounting information of Brazilian firms. Contrary to what has been found in the existing literature, I seek to understand the environment of the board of directors (BoD) and oversight board (OB) more broadly, evaluating in an aggregate way 35 variables of structural, remuneration and composition characteristics of these boards, considering their interrelations and implications when associated with variables that measure the informational properties contained in earnings. For that, I analyze, on average, 325 companies per year and 19,487 résumés of the members of these boards, in addition to analyzing other variables such as their attendance at meetings, compensation contracts, board interlocking and others. Later, I use factor analysis to establish underlying constructs not correlated with each other, so that the estimated coefficients in subsequent regressions are reported more consistently than if built with a limited number of individual variables. Five factors represent more than 80% of the variance of the data, signaling that characteristics such as age, basic training in business administration, accounting and/or economics, board compensation, board size and interlocking form a thrifty aggregate of characteristics that represent most of the underlying diversity of Brazilian boards. Thus, after analysis of simultaneity, I test the existing associations between the earnings quality and factors of CG through multiple regression models estimated by OLS and logistic regression models, controlled by sector, firm size, adherence to the different levels of corporate governance, issuance of ADRs, presence of a permanent OB, ownership structure and others. The results indicate a significant inverse association between the proportion of members who participate in other BoDs and persistence levels of earnings, signaling that companies with BoDs formed by dedicated members tend to report, on average, more persistent earnings. The variable pay for board members is positively related to earnings persistence – suggesting that the board members' compensation is influenced by the economic substance of the disclosed results – and with accounting conservatism – signaling a decrease in accounting conservatism when the remuneration of these members increases. The age of members also proved to be a relevant factor to explain the levels of conservatism and earnings management of firms, signaling a trend toward greater levels of conservatism and a lesser levels of earnings management of when these boards are formed of older members. Additionally, it was not possible to affirm that the oversight board has a positive effect on the quality of monitoring accounting information reported in the Brazilian capital market.

Keywords: Corporate Governance. Board of Directors. Oversight Board. Earnings Persistence. Accounting Conservatism. Earnings Management.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	xii
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	xiii
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	xiv
1 INTRODUÇÃO	15
2 PLATAFORMA TEÓRICA	23
2.1 Propriedades da informação contábil: conceitos e aplicações	23
2.1.1 Persistência dos lucros	25
2.1.2 Gerenciamento de Resultados	29
2.1.3 Reconhecimento assimétrico e oportuno das perdas	34
2.2 Conselhos de administração e propriedade dos números contábeis	37
2.3 Conselho fiscal e propriedade dos números contábeis	42
3 MÉTODO	49
3.1 Caracterização da pesquisa	49
3.2 Seleção da amostra e tratamento de dados	49
3.3 Técnicas Multivariadas utilizadas	54
3.3.1 A Análise Fatorial	55
3.3.2 Desenvolvimento de índices como medidas de interação com as propriedades dos números contábeis	56
3.4 Modelo Econométrico	57
3.4.1 Métricas de Qualidade da Informação e operacionalização do modelo geral	58
3.4.1.1 Métrica de Persistência dos lucros	58
3.4.1.2 Métrica de Gerenciamento de Resultados	59
3.4.1.3 Reconhecimento Oportuno das Perdas	60
3.4.2 Variáveis de controle	61
3.5 Potenciais Problemas com a Base de Dados e o Uso de Técnicas Complementares	66
3.5.1 A qualidade dos Formulários de Referência Divulgados	66
3.5.2 O uso de dummies na análise fatorial	67
3.5.3 O problema da simultaneidade entre variáveis	67
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES	69
4.1 Análise Descritiva dos Dados	69
4.1.1 Conselhos de Administração no Brasil: uma análise crítica e evolutiva	69

4.1.1.1 Estrutura dos Conselhos de Administração.....	69
4.1.1.2 Perfil dos Conselheiros de Administração	76
4.1.1.3 Remuneração dos Conselheiros de Administração	86
4.1.2 Os Conselhos Fiscais no Brasil.....	88
4.1.2.1 Estrutura dos Conselhos Fiscais	90
4.1.2.2 Perfil dos Conselheiros Fiscais	94
4.1.2.3 Remuneração dos Conselheiros Fiscais	99
4.2 Críticas acerca da qualidade dos Formulários de Referência	100
4.3 Resultados da Análise Fatorial	103
4.3.1 <i>Teste de Esfericidade de Bartlett e a estatística Kaiser-Meyer-Olkin como justificativas para o uso adequado da Análise Fatorial.....</i>	<i>110</i>
4.3.2 <i>Operacionalização da Análise Fatorial</i>	<i>111</i>
4.3.3 <i>Conselhos de Administração sob a ótica da Análise Fatorial.....</i>	<i>114</i>
4.3.4 <i>Conselhos de Administração e Fiscal e a Persistência dos Lucros</i>	<i>121</i>
4.3.5 <i>Conselhos de Administração e Fiscal e o Reconhecimento Oportuno das Perdas</i>	<i>125</i>
4.3.6 <i>Conselhos de Administração e Fiscal e o Gerenciamento de Resultados</i>	<i>130</i>
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	135
REFERÊNCIAS	141
APÊNDICE A1 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2013	162
APÊNDICE A2 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2012	164
APÊNDICE A3 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2011	166
APÊNDICE A4 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2010	168
APÊNDICE B1 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2013	170
APÊNDICE B2 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2012	172
APÊNDICE B3 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2011	174
APÊNDICE B4 - Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2010	176

APÊNDICE C1 - *Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2013)*
..... 178

APÊNDICE C2 - *Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2012)*
..... 179

APÊNDICE C3 - *Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2011)*
..... 180

APÊNDICE C4 - *Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2010)*
..... 181

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Estatísticas descritivas da estrutura dos conselhos de administração no país.....	69
Tabela 2. Estatística descritiva acerca da faixa etária dos conselheiros	77
Tabela 3. Estatística descritiva sobre a qualificação dos Conselheiros de Administração.....	79
Tabela 4. Estatística descritiva sobre outras características individuais dos conselheiros de administração	83
Tabela 5. Estatística descritiva sobre a estrutura dos Conselhos Fiscais no Brasil	90
Tabela 6. Estatística descritiva acerca da faixa etária dos conselheiros fiscais.....	94
Tabela 7. Estatística descritiva sobre a qualificação dos Conselheiros Fiscais brasileiros	95
Tabela 8. Estatística descritiva sobre outras características individuais dos conselheiros fiscais	98
Tabela 9. Matriz de correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2014	106
Tabela 10. Matriz de correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2014	108
Tabela 11. Medidas de adequação da Análise Fatorial para dados dos CAs.....	110
Tabela 12. Medidas de adequação da Análise Fatorial para dados dos CFs	111
Tabela 13. Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica (FR2014)	116
Tabela 14. Associação entre conselhos de administração, fiscal e persistência dos lucros...	121
Tabela 15. Associação entre conselhos de administração, fiscal e reconhecimento oportuno das perdas	126
Tabela 16. Associação entre conselhos de administração, fiscal e gerenciamento de resultados	131

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Proxies comumente utilizadas na literatura de qualidade dos lucros	24
Figura 2. Estudos que relacionam dispositivos de governança e persistência dos lucros	27
Figura 3. Estudos que relacionam dispositivos de governança e gerenciamento de resultados	31
Figura 4. Estudos que relacionam dispositivos de governança e conservadorismo contábil ..	35
Figura 5. Descrição das variáveis relacionadas ao Conselho de Administração	51
Figura 6. Descrição das variáveis relacionadas ao Conselho Fiscal	53
Figura 7. Resumo das hipóteses e operacionalização dos modelos.....	64
Figura 8. Número médio de conselheiros efetivos nos CAs por ano	70
Figura 9. Evolução da proporção de mulheres nos CAs	71
Figura 10. Evolução da participação dos membros do CA em outros conselhos	78
Figura 11. Evolução da qualificação dos membros do Conselho de Administração	81
Figura 12. Presença de contadores nos conselhos de administração brasileiros	83
Figura 13. Proporção de conselheiros não diretores.....	86
Figura 14. Remuneração média dos conselheiros de administração	87
Figura 15. Evolução da estrutura dos conselhos fiscais nos últimos cinco anos.....	91
Figura 16. Evolução da proporção de doutores nos conselhos fiscais brasileiros.....	96
Figura 17. Contabilistas nos conselhos fiscais brasileiros	97
Figura 18. Remuneração média dos conselheiros fiscais brasileiros	100
Figura 19. Fatores extraídos pelo critério de Raiz Latente para dados dos CAs.....	115
Figura 20. Classificação dos fatores extraídos em cada ano	120

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
<i>ADR</i>	<i>American Depositary Receipts</i>
AF	Análise Fatorial
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CA	Conselho de Administração
CAPES	Coordenação de aperfeiçoamento de pessoal de Ensino Superior
CF	Conselho Fiscal
<i>CEO</i>	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FR	Formulário de Referência
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
MEC	Ministério da Educação
SOX	<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>

1 INTRODUÇÃO

As transformações ocorridas em escala mundial no período da idade de ouro do capitalismo, juntamente com a abertura de comércios em todo o mundo, impulsionaram o papel da informação no processo de desenvolvimento econômico dos países. Dentro desse contexto, sabe-se que a contabilidade deve ser enxergada pela sua capacidade de promover informações úteis aos agentes econômicos (Lopes, 2001, p.20), no sentido de auxiliar no processo decisório de seus usuários, tais como investidores, acionistas, administradores, reguladores, fornecedores, governo, dentre outros.

Para Beaver (1968), Kormendi e Lipe (1987), Freeman, Ohlson e Penman (1982), Watts e Zimmerman (1986; 1990), Sarlo Neto, Loss, Nossa e Teixeira (2003), Dechow, Ge e Schrand (2010) e outros, dentro da perspectiva da abordagem informativa, os lucros e outras variáveis contábeis devem possuir capacidade informacional. As evidências empíricas de que as informações contábeis contêm conteúdo informativo para os usuários do mercado de capitais surgiram com a pesquisa seminal de Ball e Brown (1968, p.176) que, ao analisarem o conteúdo informativo e o *timeliness* do lucro, identificaram que “de toda informação sobre uma firma específica que se torna disponível durante um ano [...] metade ou mais é capturada pelo mercado naquele ano”¹, mas que o relatório anual não é considerado muito oportuno, visto que a maioria do seu conteúdo é capturada por meios mais rápidos como, por exemplo, relatórios trimestrais e outras fontes de informação.

A partir de então, a importância da contabilidade como fonte de informação para o mercado de capitais começou a ser documentada de forma empírica. Os campos de estudos nesta área são vastos no Brasil e os trabalhos publicados versam sobre temas variados, a exemplo de trabalhos acerca da informatividade dos lucros de Sarlo Neto *et al.* (2003) e Sarlo Neto (2004; 2009), que relacionaram o lucro contábil com o preço das ações de empresas brasileiras, analisando variáveis como estrutura de propriedade e concentração de votos para verificar suas influências sobre a informatividade² dos lucros; de Brugni, Sarlo Neto, Bastianello e Paris (2012b) que buscaram identificar de que forma os dividendos contribuem para a informatividade dos lucros divulgados pelas firmas; e de Almeida, Sarlo Neto, Bastianello e Moneque (2012), que

¹ “[...] all the information about an individual firm which becomes available during a year, one-half or more is captured in that year's income number.”

² Admite-se aqui que a palavra informatividade diz respeito à capacidade informacional de uma variável e é uma tradução literal da palavra em inglês “*informativeness*”.

buscaram relacionar a governança corporativa com o gerenciamento de resultados e o conservadorismo contábil no Brasil.

Falar em qualidade da informação contábil abre um viés de discussão, que implica considerar que uma característica da informação contábil pode ser desejável para um usuário e, ao mesmo tempo, não ser desejável para outro. Ball e Shivakumar (2005) salientam que a análise empírica da qualidade da informação contábil deve incluir essa consideração. Face a tais exposições, a presente pesquisa opta por tratar da temática usando o termo propriedade dos números contábeis, tornando isentos os julgamentos do que vem a ser de qualidade ou não nos aspectos relacionados aos números contábeis.

Sendo assim, diversas são as propriedades da informação contábil. Além de esta ser essencialmente informativa, também deve perseguir outras características como relevância, conservadorismo, tempestividade e persistência dos lucros (Lopes & Walker, 2008). Para Dechow *et al.* (2010, p.379), seis fatores são responsáveis por determinar a qualidade dos números contábeis: i) características da firma, ii) práticas contábeis, iii) mecanismos de governança corporativa, iv) auditoria, v) incentivos do mercado de capitais e vi) outros fatores externos.

Este estudo versa acerca dos mecanismos de governança corporativa – principalmente por intermédio de dois órgãos específicos: o conselho de administração e o conselho fiscal (CF) – e suas influências sobre as propriedades dos números contábeis, em especial, o lucro, que é o *output* mais importante do sistema contábil (Dichev & Tang, 2007, p.1) e a *proxy* mais analisada na literatura como medida de qualidade da informação (Almeida, 2010, p.28). Por conseguinte, busca responder ao seguinte problema de pesquisa: **qual o papel dos conselhos de administração e dos conselhos fiscais, quando existentes, em termos de estrutura, membros e critérios de remuneração, para as propriedades dos números contábeis elaborados e divulgados pelas empresas do mercado de capitais brasileiro?**

No Brasil, a figura do conselho de administração é obrigatória para empresas que seguem a lei nº 6.404/76. Nesse sentido, todas as empresas constantes da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) necessariamente devem possuir tal estrutura. Todavia, o conselho fiscal não é parte integrante obrigatória em termos de estrutura de governança. Pelo contrário, existem discussões, tanto na academia quanto no mercado, acerca de seu papel para a melhoria dos processos de governança corporativa no Brasil, haja vista que o comitê de auditoria exerce

funções que podem ser confundidas com as funções do conselho fiscal no país, ainda que a forma de eleição de seus membros e outras características de funcionamento sejam diferenciadas.

O fato é que, diferentemente do comitê de auditoria, o conselho fiscal é um órgão de apoio aos acionistas, ao passo que o comitê de auditoria é inerentemente um órgão de apoio ao conselho de administração. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2007, p.7), o “Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria têm funções distintas. O Comitê de Auditoria é um órgão do Conselho de Administração e os membros são originários desse órgão [...] enquanto o Conselho Fiscal é um órgão independente da diretoria e do Conselho de Administração”. Por esse motivo, entende-se que boa parte do universo do problema em tela está contido na análise dos conselhos de administração e fiscal das empresas, fazendo com que o comitê de auditoria esteja fora do escopo e dos limites desse estudo, não obstante seja tão importante quanto os outros órgãos.

Bushman e Smith (2001, p.238) consideram a contabilidade como ferramenta importante dentro do espectro da governança corporativa pelo fato dos sistemas contábeis promoverem informações úteis para mecanismos de controle de *performance*, por exemplo. Krishnan (2005) buscou demonstrar o efeito complementar entre duas características de governança (auditoria e controles internos), porém, ao usar um conjunto limitado de medidas de governança corporativa, os resultados econométricos reportaram coeficientes inconsistentes (Dechow *et al.*, 2010, p.383). Para resolver esse tipo de problema, um conjunto mais amplo de características dos conselhos de administração e fiscal (vide Figuras 5 e 6) é analisado por intermédio da técnica de Análise Fatorial (AF), objetivando extrair constructos que reflitam melhor, e de forma não correlacionada, a maior parte da variância dos dados originais, além de permitir uma relação robusta entre o ambiente dos conselhos de administração, dos conselhos fiscais do país e a qualidade da informação contábil divulgada, além de considerar o possível efeito de causalidade reversa entre as diversas características analisadas.

Em termos de conselhos de administração, sabe-se que estes, fundamentalmente, possuem um importante papel: o de monitoramento da gestão (Jensen & Meckling, 1976). Os professores Richard LeBlanc e James Gillies ilustram a importância desse órgão para as organizações nas seguintes palavras:

Dado que a principal tarefa de um conselho de administração é a supervisão independente da gestão corporativa, pode-se concluir que ao menos alguns [dos] escândalos corporativos podem ter sido causados pela inabilidade dos conselhos em operarem de forma efetiva.³ (Leblanc & Gillies, 2003, p.3)

Todavia, os administradores detêm poder discricionário em termos de escolhas contábeis, fazendo com que os resultados reportados atendam às necessidades da organização sem necessariamente atenderem às demandas dos agentes usuários da informação contábil. Fama e Jensen (1983) argumentam que é nesse cenário que o conselho de administração tem sua função: a de minimizar os custos de agência decorrentes da estrutura de propriedade da firma.

Nesse sentido, o conselho recebe a autoridade de monitorar os executivos em benefício dos melhores interesses dos acionistas, pelo fato de ser mandatário dos mesmos. Embora o conselho delegue grande parte das questões gerenciais aos *CEOs* (*Chief Executive Officers*), é o conselho que detém a palavra final sobre questões fundamentais da firma (Fama & Jensen, 1983, p.14; Beasley, 1996, p. 446). Portanto, o conselho de administração possui um importante papel no monitoramento de executivos de alto escalão, na redução da assimetria informacional entre os *players* do mercado e na redução dos custos de agência das firmas. Contudo, a influência dos conselhos de administração brasileiros sobre a qualidade das informações divulgadas ainda não é solidamente conhecida, sendo que essas relações com o conselho fiscal são ainda mais incipientes.

No Brasil, os arranjos de governança são diferenciados em relação aos Estados Unidos, por exemplo (país do qual a maioria da literatura elaborada sobre o tema é oriunda), de modo que o poder concentrado na mão de um controlador, uma família ou poucos acionistas pode comprometer o sentido fundamental de existência dos conselhos e sua importância para o monitoramento de gestores e controladores em detrimento dos acionistas minoritários. O trabalho de Brugni (2012a) foi importante nesse sentido ao buscar compreender de forma mais panorâmica o ambiente dos conselhos de administração. O autor usou em sua análise os Formulários de Referência, divulgados em 2010 e então recentemente obrigatórios, e, além de tornar mais conhecido esse ambiente, de ratificar a concentração de propriedade no país e de identificar que a maioria absoluta dos conselheiros são indicados pelo controlador, encontrou

³ given that a key task of a board of directors is the independence oversight of management and corporate stewardship, one may conclude that at least some of these corporate failures may have been caused by the inability of boards to operate effectively, i.e., a failure of board process.

uma alta correlação entre as características dos conselhos de administração. Para o autor, relações entre poucas características dos conselhos como explicativas de um fenômeno pode se demonstrar inconsistente, pelo fato de que uma característica pode estar espelhando outra, justificando, portanto, a importância de se realizar uma análise mais ampla no sentido de projetar ilações acerca desse ambiente.

Dentro desse espectro, a tese é a de que os conselhos de administração e fiscal, por intermédio do seu monitoramento de gestão, influenciam na qualidade das informações divulgadas em diversos níveis, dependendo da estrutura na qual cada conselho se encontra, do perfil dos conselheiros e dos contratos de remuneração dos seus membros. É possível que uma maior qualidade de monitoramento dos executivos permita menor manipulação dos resultados para benefício próprio dos gestores. O conselheiro, além de buscar assegurar as questões anteriormente citadas, deve também manter uma boa reputação perante o mercado no sentido de transmitir credibilidade aos investidores (Certo & Hodge, 2007; Zhang & Wiersema, 2009), incrementando, assim, o valor da firma. Nesse prisma, as hipóteses gerais são construídas da forma conforme seguem:

H₁: O perfil dos conselheiros influencia na propriedade dos números contábeis divulgados ao mercado.

Para Martinez (2010, p.76), “...a tolerância para *earnings management* pode ser explicada pelo perfil do conselho de administração”. Nesse caminho, Gul, Srinidhi e Tsui (2007) buscaram identificar se a presença de mulheres nos conselhos de administração aumenta a qualidade no monitoramento dos executivos. Após estudarem a diversidade dos conselhos de empresas americanas entre 2001 e 2002, os autores identificaram que firmas com presença de mulheres no conselho tendem a possuir menores práticas de gerenciamento de resultados e maior qualidade nos *accruals*.

Klein (2002) fornece evidências de que a independência do conselho de administração (medida tanto pela proporção de independentes quanto pela proporção de *outsiders*) é responsável por incrementar os níveis de monitoramento dos processos contábeis. Nesse mesmo prisma, é possível que outras características, tais como grau de instrução, idade e conhecimentos específicos dos conselheiros influenciem na qualidade do monitoramento dos executivos a ponto de evitar, por exemplo, reputação indesejada no mercado, bem como a manipulação de resultados para fins desconhecidos dos acionistas.

H2: A estrutura do conselho de administração e do conselho fiscal influencia na propriedade dos números contábeis divulgados ao mercado.

Questões como frequência das reuniões e tamanho dos conselhos podem aumentar o poder de monitoramento dos conselheiros e, conseqüentemente, a qualidade das informações contábeis. Pesquisas que tratam das frequências de reuniões entre conselheiros e suas influências na qualidade da informação contábil não são muito comuns na literatura, porém, alguns indícios apontam para a importância da frequência das reuniões como mecanismo de redução de gerenciamento de resultados. Xie, Davidson e DaDalt (2003, p. 300) argumentam que conselhos que se reúnem raramente podem só ter tempo para ouvir apresentações, discutir e assinar planos de gestão e, portanto, podem não dispor de tempo para se concentrarem em questões como as de qualidade na elaboração de demonstrativos financeiros. Segundo os autores, existem indícios de que a frequência de reuniões dos conselhos é negativamente relacionada com o gerenciamento de resultados.

Estudos que fazem relação entre o tamanho do conselho e a qualidade dos lucros têm produzido resultados divergentes. Um conselho maior é visto como sendo mais capaz de preservar o interesse dos acionistas, uma vez que possui mais recursos (Zahra & Pearce, 1989, p. 311), uma gama maior de experiências trocadas (Xie *et al.*, 2003, p. 300) e maior expertise (Zahra & Pearce, 1989, p. 311; Rahman & Ali, 2006), porém, conselhos maiores tendem a ser mais lentos nas tomadas de decisão e mais propensos a se oporem a inovações (Jensen, 1993). Para Jensen (1993, p. 865), conselhos com mais de sete ou oito membros tendem a ser menos eficientes.

Ismail, Dunstan e Zijl (2009) também buscaram verificar características específicas de conselhos de administração e a qualidade dos lucros divulgados. Buscando testar a influência do novo código de boas práticas de governança implementado na Malásia, os autores analisaram uma amostra contendo 1.625 observações no período compreendido entre 2003 e 2007 e identificaram que, em um conjunto de oito características dos conselhos de administração, apenas o tamanho do conselho reportou relação positiva e significativa com a qualidade dos lucros divulgados quando controlados por estrutura de propriedade, ou seja, o tamanho do conselho influencia positivamente na qualidade dos lucros quando as firmas são controladas ou pelo estado ou por famílias.

Outro ponto relevante é a presença de conselho fiscal instalado e sua influência na propriedade dos números divulgados pelas empresas. Pelo fato desse tipo de órgão ser exclusivo do

ambiente brasileiro, poucas são as pesquisas que tratam do tema, tornando-o atrativo do ponto de vista do desenho de pesquisa.

H3: As características de remuneração dos conselheiros influenciam nos níveis de gerenciamento de resultados, nas práticas de suavização de lucros, no conservadorismo, persistência e, conseqüentemente, na qualidade dos lucros divulgados no mercado.

Healy (1985) apresenta evidências de que os executivos gerenciam lucros para maximizar seus ganhos pessoais. Nessa mesma linha, Baber, Kang e Kumar (1998) evidenciaram relações significantes entre a remuneração de executivos e os níveis de gerenciamento de resultados. Se a remuneração dos executivos está de alguma forma ligada à *performance* da firma, pode-se admitir possibilidades reais de existência de gerenciamento de resultados, considerando o conceito de maximização da utilidade.

Complementarmente, Klein (2002) salienta que se os executivos gerenciam os lucros das firmas para aumentarem suas remunerações gerais, então existirá uma relação positiva entre a participação dos executivos no conselho e o gerenciamento de resultados (Klein, 2002, p. 379). Nesse mesmo caminho, Yermack (1996) e Aboody e Kasznick (2000) demonstraram que os executivos suavizam resultados no sentido de reduzir a expectativa de lucro dos investidores antes da emissão dos bônus previstos de opção de ações (um tipo de rendimento pago aos executivos) para, assim, aumentar o valor de seus rendimentos. Admitindo que o gerenciamento dos resultados da firma vai de encontro aos objetivos do conselho de administração (Alzoubi & Selamat, 2012) pode-se prever, portanto, que o monitoramento da qualidade das informações divulgadas e da conseqüente manipulação destas pelos gestores são tarefas indispensáveis dentro da estrutura de governança das firmas.

Nessa vertente, o presente projeto visa demonstrar a importância de se discutir o tema propriedades dos números contábeis sob a ótica da governança corporativa, por intermédio de relações estabelecidas entre as diversas características dos conselhos de administração e fiscal – tais como proporção de membros mestres e doutores no quadro, níveis de independência, influência do controlador, frequência das reuniões, remuneração dos conselheiros em seus diversos níveis, mecanismos de avaliação formal dos conselhos e outros – e as propriedades dos números contábeis divulgados, no sentido de identificar, por exemplo, se as informações divulgadas são mais ou menos relevantes em firmas com determinado tipo de conselho, ou se

são mais tempestivas, conservadoras, e até mesmo se tendem a gerenciar mais ou menos os seus resultados de acordo com o perfil do conselho. Para Huse (2007, p. 2):

Tem sido claramente demonstrado nos debates em curso que muitos dos atores, incluindo os membros do conselho de administração, investidores, o público em geral, e até mesmo os estudiosos, têm apenas uma compreensão limitada dinâmica dos conselhos de administração e suas práticas de governança. [...] Muitas vezes há uma confusão no que diz respeito às teorias, conceitos e contextos. Está faltando uma estrutura coerente, coesa e unificadora.⁴

Estudos que buscam fazer esse tipo de relação, e de forma abrangente, são incomuns na literatura, de modo que a importância deste projeto reside no fato de que este pode clarificar o entendimento acerca do real papel dos conselhos em termos de influências na qualidade dos relatórios financeiros divulgados no mercado de capitais brasileiro, permitindo assim, que o mercado também considere as estruturas dos conselhos como característica importante no momento do investimento. Este estudo também promove implicações para os órgãos reguladores que porventura estão em movimento para minimizar as oportunidades de gerenciamento de resultados e melhorar a qualidade das informações contábeis divulgadas pelas firmas. Empresas que procuram fortalecer a governança corporativa, no que tange a aspectos relacionados à qualidade das informações financeiras, também podem ser contempladas por estudos desta natureza.

A estrutura do trabalho segue com a seção 2, que revisa conceitos e características do lucro, dos conselhos de administração, fiscal, e seu papel no monitoramento de gestores, bem como revisita os trabalhos realizados na área, a fim de identificar o estágio atual da literatura sobre o assunto no Brasil e no mundo e justificar o diferencial metodológico empregado na pesquisa. A seção 3 trata dos procedimentos metodológicos propostos e das considerações econométricas. Na sequência, a seção 4 analisa os dados do ponto de vista da evolução dos conselhos de administração e fiscal ao longo dos últimos cinco anos, bem como discute os resultados encontrados. Por fim, a seção 5 apresenta as considerações finais e as sugestões para futuras pesquisas.

⁴ “It has been clearly demonstrated in the ongoing debates that many of the actors, including board members, investors, the public in general and even business scholars, have only a limited understanding of the dynamics of boards and their governance. [...] Often there is confusion with respect to theories, concepts and contexts. A cohesive, coherent and unifying framework is missing.”

2 PLATAFORMA TEÓRICA

Este capítulo busca revisitar conceitos acerca das propriedades inerentes aos números contábeis divulgados para o mercado de capitais. Apresenta também os principais modelos utilizados para capturar suas características e revisita algumas pesquisas importantes que tratam do tema sob a ótica dos conselhos de administração e fiscal, da forma conforme segue.

2.1 Propriedades da informação contábil: conceitos e aplicações

A literatura acerca das propriedades dos números contábeis tem crescido ao longo das últimas duas décadas. Nesse sentido, pesquisadores desenvolveram alguns modelos que buscam analisar as diversas propriedades da principal rubrica contábil: o lucro (Dichev e Tang, 2007). Alguns dos principais modelos podem ser sumarizados na Figura 1.

Em ambientes de mercados incompletos e imperfeitos, considerando a eficiência de mercado em um nível semiforte⁵, a contabilidade se torna uma importante ferramenta de transmissão da informação (Watts & Zimmerman, 1986, p.37; 1990). Além disso, sabe-se que outras fontes de informação, que não a contabilidade, podem antecipar o que será divulgado pelos demonstrativos contábeis, fazendo com que as expectativas de fluxo de caixa futuro e a valoração da empresa sejam construídos antes mesmo da divulgação dos balanços (Ball e Brown, 1968, p.176).

Francis, Schipper e Vincent (2002) analisaram a relação entre outras fontes de informação e a capacidade informacional dos demonstrativos contábeis. Os autores identificam que, embora não conclusivos, muitos dos resultados são consistentes com a ideia de complementariedade entre o conteúdo informativo encontrado no anúncio dos lucros e nos relatórios de analistas especializados (Francis *et al.* 2002, p. 340), visto que as correlações entre os retornos anormais absolutos reportados pelos analistas e pelas demonstrações contábeis não se comportaram de forma negativa.

A partir desse constructo, pode-se presumir que a qualidade da informação divulgada em um ambiente onde os contratos são imperfeitos e incompletos é de grande importância. Lucros menos persistentes, por exemplo, tendem a dificultar a previsão de fluxo de caixa e

⁵ Fama (1970) promove uma discussão teórica e empírica acerca da eficiência dos mercados e define a forma semiforte de eficiência como sendo aquela onde os preços se ajustam de forma eficiente a toda informação disponível publicamente (FAMA, 1970, p. 383).

rentabilidade futura (Francis, LaFond, Olsson & Schipper, 2004, p.973; Dechow *et al.*, 2010, p.383). Seguindo essa base, faz-se necessário discutir alguns modelos específicos de análise da qualidade dos lucros, conforme segue.

MÉTRICAS	TEORIA	ASPÉCTOS POSITIVOS E NEGATIVOS
Persistência dos lucros $Luc_{t+1} = \alpha_0 + Luc_t + \varepsilon_t$	Empresas com lucros mais persistentes possuem mais utilidade em termos de avaliação de ativos	Positivos: considera o lucro como uma métrica simplificada que pode refletir a utilidade do fluxo de caixa esperado na avaliação de ativos, consistente com a visão de Graham e Dodd (1934). Negativos: A persistência dos lucros depende tanto do desempenho da firma quanto do sistema de mensuração contábil. A persistência também pode ser alcançada por meio de gerenciamento de resultados.
Accruals Anormais $Acc_t = \alpha_0 + \beta_1 \Delta Re\ c_t + \beta_2 \Delta Dep_t + \varepsilon_t$	Os accruals são uma função do crescimento das vendas e da depreciação de ativos fixos. Todas as variáveis são escaladas pelo total dos ativos. Além do modelo original (Jones, 1991), outros modelos podem ser encontrados na literatura, a exemplo de Dechow, Sloan e Sweeney (1996), Dechow e Dichev (2002), Kothari, Leone e Wasley (2005) e Francis, LaFond, Olsson e Schipper (2005).	Positivos: Essa medida tenta isolar os componentes referentes aos accruals gerenciados e se tornou aceita na literatura contábil ao longo dos anos. Negativos: Essa métrica é geralmente usada juntamente com a teoria de gerenciamento de resultados como proxy para a qualidade dos lucros e algumas medidas correlacionadas, como a <i>performance</i> , são preocupações dada a dependência dos accruals normais sobre ela.
Gerenciamento de Resultados $\sigma Luc \ / \ \sigma FC$	Gerenciamento do fluxo de caixa transitório pode aumentar a persistência dos lucros e sua informatividade. Portanto, gestores que tentam gerenciar mudanças permanentes no fluxo de caixa levarão a menos oportunidade e informatividade dos lucros.	Positivos: A suavização de resultados aparenta ser uma prática corporativa comum em muitos países do mundo. Negativos: É difícil a tarefa de separar a suavização de resultados dos lucros reportados que refletem: i) processo fundamental de reconhecimento do lucro; ii) regras contábeis e; iii) manipulação intencional dos lucros.
Reconhecimento oportuno das perdas $Luc_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_t + \beta_1 Re\ t_t + \beta_2 D_t x Re\ t_t + \varepsilon_t$	Existe uma demanda para combater o gerenciamento natural do otimismo e o reconhecimento oportuno das perdas representa alta qualidade nos lucros.	Positivos: Visa separar a medição do processo a partir do próprio processo, assumindo que o retorno reflete adequadamente a informação fundamental. Negativo: O efeito líquido dessa medida na qualidade dos lucros é desconhecido pelo fato dos seus resultados reportarem baixa persistência durante períodos de notícias ruins do que durante períodos de boas notícias (Basu, 1997).

Figura 1. Proxies comumente utilizadas na literatura de qualidade dos lucros
Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Dechow *et al.* (2010).

2.1.1 Persistência dos lucros

A persistência dos lucros é uma representação comumente utilizada para avaliar a qualidade dos lucros (Schipper & Vincent, 2003). Dechow e Schrand (2004, p.2) salientam que o lucro de qualidade superior, sob a perspectiva de transmitir informação para o usuário, é aquele que reflete o desempenho presente e constitui um bom indicador para estimar o desempenho futuro. Para Dichev e Tang (2009), uma quantidade considerável de aplicações de dados contábeis requer a predição de lucros, a exemplo de pesquisas com base em avaliação de empresas e na prática realizada por analistas de investimento. As experiências com diversos modelos de predição de lucros futuros, tais como os que utilizam a Demonstração do Fluxo de caixa ou os lucros anormais, sugerem, segundo os autores, que as diferenças conceituais entre os modelos de avaliação não são tão importantes. Todavia, o que realmente importa é a forma como esses modelos ajudam nas projeções de resultados futuros (Dichev & Tang, 2009, p.161).

Nesse contexto, pode-se compreender persistência dos lucros como sendo uma medida de qualidade que se concentra na capacidade de o resultado corrente fornecer informações que permitam a previsão do resultado futuro, em um processo auto regressivo, tornando-se uma importante ferramenta para os investidores em termos de avaliação. Ao direcionar testes empíricos acerca das implicações formalizadas por Miller e Rock (1985) de que a magnitude da reação dos retornos às mudanças nos lucros depende da persistência identificada nos lucros em questão, Kormendi e Lipe (1987) definem persistência dos lucros da seguinte forma:

$$LUC_t = \alpha_0 + \beta_1 LUC_{t-1} + \varepsilon_t \quad (01)$$

Em que: LUC é o lucro do período, geralmente escalados pelos ativos ou pelo número de ações da firma. Logo, quanto maior o β_1 , maior é a persistência dos lucros e, conseqüentemente, maior é a sua qualidade quando estes também são relevantes. Da mesma forma, um β_1 próximo de zero implica menor persistência dos lucros e, conseqüentemente, maior transitoriedade dos lucros e menor qualidade.

Como exemplos de teor pragmático, Ali e Zarowin (1992), Lev e Thiagarajan (1993) e Francis *et al.* (2004) utilizaram a abordagem de séries temporais para estimar o coeficiente de inclinação β_1 da equação supramencionada, por intermédio de um modelo auto regressivo de primeira ordem para lucros anuais por ação ajustados por desdobramentos (*splits*). Independente de seus resultados, questões importantes devem ser levantadas quando dos estudos dessa natureza, haja

vista que a persistência dos lucros pode ser fruto de manipulação de resultados para reportar cenários condizentes com estratégias específicas das firmas, fazendo com que essa medida de qualidade se torne inconsistente ou inviável para usuários dessas informações no mercado.

Sloan (1996) introduziu uma outra vertente de estudos acerca da persistência dos lucros. Nesse trabalho, o autor separou o lucro em dois componentes: o fluxo de caixa e os *accruals*. Ao analisar características da informação sobre lucros futuros, contidas em lucros correntes, com base nesses dois componentes, o autor identificou que ambos são importantes para os usuários da informação, com o detalhe de que, pelo fato dos *accruals* serem menos confiáveis do que o fluxo de caixa, aqueles são menos persistentes do que estes.

Estudos que associam a persistência dos lucros com conselhos de administração não são muito comuns, embora alguns estudos busquem associar os níveis de governança das empresas com este tipo de propriedade contábil. Sivaramakrishnan e Yu (2008) encontraram evidências de que firmas com mecanismos fortes e adequados de governança corporativa (medidos pelo índice de Gomper) tendem a apresentar lucros mais persistentes e, consequentemente, com mais qualidade.

Jiang, Lee e Anandarajan (2008) utilizaram o Gov-Score para medir a relação entre a qualidade dos lucros e a governança corporativa. Os autores encontraram que somente firmas com alto grau de governança corporativa divulgam resultados significativamente maiores em termos de qualidade (a exemplo da persistência) quando comparados com firmas de menor grau de governança.

Já Baber *et al.* (1998, p. 190) sugerem que a remuneração baseada nos lucros (principalmente salários e bônus dos *CEOs* de empresas americanas) está positivamente relacionada com a persistência dos lucros reportados, sugerindo que a remuneração dos executivos é influenciada pela substância econômica dos resultados divulgados. Partindo dessa premissa, é possível que conselheiros com contratos de remuneração baseados em resultados possuam mecanismos diferenciados de monitoramento dos *CEOs* – em termos de manipulação de resultados por intermédio de *accruals* discricionários para reportar melhor persistência dos lucros, por exemplo.

Com relação ao conselho fiscal, as evidências são praticamente inexistentes, haja vista que este mecanismo é visto como suplementar no Brasil, não possuindo um órgão correspondente em países-referência, como Estados Unidos e Inglaterra. Por esse motivo, e também pelo fato de

não se ter encontrado pesquisas relacionando características do conselho fiscal e a persistência dos lucros, surge a necessidade de se discutir os incentivos relacionados a tal órgão e o fenômeno de persistência potencialmente encontrado nos lucros das firmas brasileiras.

A Figura 2 a seguir sumariza algumas das importantes pesquisas que relacionam persistência dos lucros e dispositivos de governança corporativa, tais como Conselhos de Administração e Comitês de Auditoria.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Baber, Kang e Kumar	1998	Accounting earnings and executive compensation: the role of earnings persistence	A remuneração paga em dinheiro aos CEOs é sensível à persistência dos lucros. O estudo apresenta evidências que suportam a hipótese de que os comitês de remuneração consideram não apenas os lucros correntes, mas também sua persistência ao longo do tempo para remunerar seus gestores, fazendo com que essa remuneração reduza uma possível visão miópica dos gestores.
Gaver e Gaver	1998	The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation	Em sintonia com Baber, Kang e Kumar (1998), os autores identificaram que a remuneração dos executivos está relacionada com os lucros quando persistentes, ao passo que os prejuízos extraordinários não estão relacionados com a remuneração dos executivos.
Bushman, Engel, (Milliron) e Smith	(2001), 2006	An Analysis of the Relation between the Stewardship and Valuation Roles of Earnings	Seguindo a linha de Baber <i>et al.</i> (1998), os autores mostraram que mudanças nos incentivos baseados no lucro estão positivamente relacionados com mudanças em sua persistência.
Boonlert-U-Thai, Meek e Nabar	2006	Earnings attributes and investor protection: International evidence	Os autores não encontraram associação entre a proteção dos investidores e a persistência dos lucros, exceto em países com baixa concentração de propriedade, que sinalizam alta persistência nos lucros.
Hutton	2007	A discussion of ‘corporate disclosure by family firms’	Evidências apontam para maior persistência dos lucros em empresas familiares.
Ali, Chen e Radhakrishnana	2007	Corporate disclosures by family firms	Seus achados corroboram os achados de Hutton (2007). Para os autores, empresas familiares enfrentam menos problemas de agência. Assim, menos problemas graves de agência levam a uma menor manipulação dos lucros por razões oportunistas e, assim, maior qualidade dos lucros.
Li	2008	Annual report readability, current earnings, and earnings persistence	Relatórios anuais de empresas com baixos lucros são mais difíceis de ler, ao passo que firmas com relatórios anuais mais fáceis de ler possuem maior persistência nos lucros.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Jiang, Lee e Anandarajan	2008	The association between corporate governance and earnings quality: further evidence using the GOV-Score	Ao utilizarem um índice para medir a governança corporativa, os autores identificaram que empresas com maiores níveis de governança possuem maior persistência nos lucros reportados.
Şabac	2008	Dynamic incentives and retirement	Persistência dos lucros é negativamente associada a incentivos baseados em lucro. Contudo, para efeito de aposentadoria, alta persistência nos lucros implica maiores incentivos.
Sivaramakrishnan e Yu	2008	On the association between corporate governance and earnings quality	Similar ao estudo de Jiang <i>et al.</i> , (2008), os autores identificaram relação positiva entre a persistência dos lucros e o fortalecimento dos mecanismos de governança das empresas medidos pelo índice de Gomper.
Ye, Zhang e Rezaee	2010	Does top executive gender diversity affect earnings quality? A large sample analysis of Chinese listed firms	Não existe associação entre persistência dos lucros e presença de mulheres em grandes postos de chefia.
Beyer, Cohen, Lys e Walther	2010	The financial reporting environment: Review of the recent literature	Lucros são mais persistentes em firmas cujos relatórios são mais fáceis de ler/entender.
Adut, Duru e Galpin	2011	The role of corporate governance in meeting or beating analysts' forecast	Firmas cujo lucro consistentemente encontra ou supera seus <i>benchmarks</i> tendem a possuir mais persistência em comparação a firmas sem essa característica.
Brown e Lim	2012	The effect of internal control deficiencies on the usefulness of earnings in executive compensation	Firmas que reportam insuficiências materiais de controle interno (SOX 404) tendem a ter menos persistência nos lucros
Pimentel e Aguiar	2012	Persistência de lucros trimestrais: uma investigação empírica no Brasil	A persistência dos lucros é diferente para empresas com diferentes padrões de governança corporativa.
Hili e Affes	2012	Corporate Boards Gender Diversity and Earnings Persistence: The Case of French Listed Firms	Os autores encontraram resultados similares aos de Ye, Zhang e Rezaee (2010) no mercado financeiro francês.
Cumming, Leung, and Rui	2015	Gender diversity and securities fraud	A relação entre persistência dos lucros e o papel de executivas mulheres é insignificante, o que pode implicar na visão de que as mulheres possuem tantas outras atribuições na empresa que não as de melhorar a qualidade das informações divulgadas.
Ben-Nasr, Boubakri e Cosset	2015	Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners	Concentração de propriedade de empresas recentemente privatizadas tendem a ter maior transitoriedade de lucros e menor persistência.

Figura 2. Estudos que relacionam dispositivos de governança e persistência dos lucros
Fonte: Elaborado pelo autor.

2.1.2 Gerenciamento de Resultados

O tema gerenciamento de resultados é amplamente estudado e suas relações com características de governança corporativa são das mais diversas. Não existe uma única métrica de gerenciamento de resultados na literatura. Dentre as que mais se destacam estão o modelo de Eckel (1981), Healy (1985), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1996), Kang (1999) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Sabe-se que cada modelo citado possui suas peculiaridades e dificuldades em termos de estimações e avaliação. Entre os modelos encontrados na literatura, é possível destacar uma diferença básica de abordagem. Enquanto o modelo de Eckel (1981) mede o nível de suavização de resultados por intermédio da relação linear entre a receita de vendas e o lucro líquido contábil, os outros modelos medem o gerenciamento de resultados por intermédio dos *accruals*, a exemplo de Healy (1985) que analisa os *accruals* totais, e os demais modelos que analisam a parcela dos *accruals* totais que podem ser considerados como discricionários. A escolha do modelo a ser utilizado depende das características metodológicas da pesquisa que por ventura podem demandar um ou por outro modelo (Almeida, 2010, p.69).

O modelo de Eckel (1981) é interessante para este estudo pelo fato de poder permitir a simplificação da avaliação e a consequente caracterização das firmas em suavizadoras e não suavizadoras de resultados, por meio de variáveis binárias. Essa característica é importante para determinar o gerenciamento de resultados como variável dependente para o modelo geral, descrito na seção 3 deste projeto. Nesse sentido, o modelo de Eckel (1981) pode ser apresentado da seguinte forma:

$$IE = \frac{\Delta\%LL}{\Delta\%Receitas} \quad (02)$$

Em que: $\Delta\%LL$ representa a variação percentual do lucro líquido entre o período t e t-1 e; $\Delta\%Receitas$ representa a variação percentual da receita de vendas entre o período t e t-1.

Baseado em dados de questionários distribuídos a cem contabilistas independentes e cem auditores *seniors* na Grécia, Baralexis (2004) identificou que o gerenciamento de resultados é utilizado em grande nível (cerca de 25% dos lucros). As grandes empresas, salientam os autores, gerenciam os lucros (aumentando-os) pela maior possibilidade de financiamentos externos e as empresas menores tendem a reduzir seus lucros para pagar menos impostos.

Davidson, Stewart e Kent (2005, p.262) identificaram uma relação significativamente negativa entre o gerenciamento de resultados e a presença de conselhos constituídos por maioria de membros não executivos, sugerindo, portanto, a existência de relação significativa entre o perfil dos conselheiros e a probabilidade de gerenciamento de resultados das firmas.

Evidências em todo o mundo apontam para o fato de que a estrutura de governança corporativa possui papel significativo para a redução de práticas de gerenciamento de resultados. Xie *et al.* (2003) demonstram esse cenário nos Estados Unidos, ao passo que Gonzáles e Garcia-Meca (2014), Kang, Leung, Morris e Gray (2013), Iqbal e Strong (2010) e Liu e Lu (2007) argumentam nessa mesma vertente, sinalizando associação negativa entre melhores estruturas de governança corporativa e propensão ao gerenciamento de resultados na América Latina, Austrália, Reino Unido e China.

Embora pesquisas relacionando conselho fiscal sejam restritas – muito em função deste órgão ser específico do Brasil –, duas pesquisas importantes que relacionam o tema ao gerenciamento de resultados podem ser destacadas. Trapp (2009) defende a tese de que a existência do conselho fiscal em uma empresa está, de forma geral, associada a menores níveis de gerenciamento de resultados. Utilizando a métrica de Leuz *et al.* (2003) para analisar os níveis de gerenciamento de resultados das empresas, a pesquisadora, além de chamar a atenção para a importância do conselho fiscal no cumprimento do dever de monitoramento das informações contábeis, também salienta que a qualificação dos conselheiros fiscais, principalmente no que tange à formação ligada à ciência contábil desses membros, é importante para que tal prática seja dirimida, desde que a firma possua processos estruturados de governança corporativa.

Já Prado (2013, p77), ao utilizar análise fatorial para reduzir variáveis tais como existência do conselho fiscal, forma de eleição de seus membros e existência de regimento para o CF, identificou que o Conselho Fiscal tem “pouca independência e/ou competência para poder inibir a prática de [Gerenciamento de Resultados] por parte da administração”.

As evidências mistas podem ser causadas por diferenças tanto de metodologia, a exemplo de proxies de gerenciamento e de governança diferenciados, quanto de tamanho de amostra (que, por questões normativas, naturalmente é restrita, haja vista que os formulários de referência se tornaram obrigatórios de serem divulgados a partir de 2010). Nesse sentido, destaca-se a importância de se usar uma amostra ampla tanto do ponto de vista de observações quanto de variáveis a serem estudadas.

A Figura 3 a seguir sumariza algumas das importantes pesquisas que tratam sobre gerenciamento de resultados e dispositivos de governança corporativa.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Dechow, Sloan e Sweeney	1996	The causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC	Existe uma relação negativa entre presença de conselheiros externos e incidência de fraudes financeiras nas firmas por intermédio, por exemplo, de manipulação dos lucros.
Klein	2002	Audit committee, board of director characteristics, and earnings management.	A presença de um conselho de administração independente e competente deveria limitar a habilidade do gestor em gerenciar lucros para seus próprios benefícios.
Xie, Davidson e DaDalt	2003	Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee	Os autores concluem que as atividades do conselho de administração e do comitê de auditoria e a sofisticação em finanças de seus membros podem ser fatores importantes para restringir as práticas de gerenciamento de resultados.
Peasnell, Pope e Young	2003	Managerial equity ownership and the demand for outside directors	A independência do conselho de administração limita a habilidade do gestor em gerenciar lucros para seus próprios benefícios.
Cormier e Martinez	2006	The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: Evidence from French IPOs	Diferenças no comportamento do gerenciamento de resultados são direcionadas, dentre outros, pelas restrições de governança, especialmente influência e independência dos seus membros e estrutura de propriedade. Além disso, restrições contratuais e de governança fortalecem as políticas contábeis das firmas quando os gestores possuem incentivos para gerenciar resultados.
Jaggi e Leung	2007	Impact of family dominance on monitoring of earnings management by audit committees: Evidence from Hong Kong	Os comitês de auditoria, de maneira geral, contribuem para restringir práticas de gerenciamento de resultados nas empresas, mesmo em ambientes de alta concentração de propriedade. A efetividade do comitê, por outro lado, tem sua eficácia significativamente reduzida quando membros da família estão presentes nos conselhos e comitês.
Chen, Elder e Hsieh	2007	Corporate Governance and Earnings Management: The Implications of Corporate Governance Best-Practice Principles for Taiwanese Listed Companies	Independência, <i>expertise</i> em finanças e formação dos conselheiros estão relacionados com baixa probabilidade de gerenciamento de resultados.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Siregar e Utama	2008	Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia	Empresas familiares possuem papel importante para determinar o tipo de gerenciamento de resultados praticado pelas firmas, se eficiente ou oportunista. Os autores encontraram que firmas com maior participação de famílias ou grupos tendem a praticar um gerenciamento de resultados mais eficiente.
Cornett, Marcus e Tehranian	2008	Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management	Participação de investidores institucionais, representação de institucionais no conselho e presença de independentes tendem a reduzir o gerenciamento de resultados das firmas.
Chang e Sun	2009	Crossed-listed foreign firms' earnings informativeness, earnings management and disclosures of corporate governance information under SOX	Existe uma relação negativa entre independência do comitê de auditoria e gerenciamento de resultados após implantação da SOX, além de uma relação negativa entre qualidade da governança corporativa e o gerenciamento.
Cornett, McNutt e Tehranian	2009	Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holding companies	Os autores encontraram uma relação de endogeneidade entre desempenho, gerenciamento de resultados e governança corporativa. Além disso, os autores destacam que o pagamento a <i>CEOs</i> por desempenho é positivamente relacionado com o gerenciamento de resultados, e a independência dos conselhos negativamente.
Martinez	2010	Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras	A tolerância para <i>earnings management</i> pode ser explicada pelo perfil do Conselho de Administração. Adicionalmente, os testes indicaram uma maior permissividade das empresas de auditoria nacionais a prática de <i>earnings management</i> , do que seus pares de origem internacional
Peni e Vähämaa	2010	Female executives and earnings management	Firmas com executivas mulheres tendem a adotar estratégias mais conservadoras de gerenciamento de resultados.
Wang e Campbell	2012	Corporate governance, earnings management, and IFRS: Empirical evidence from Chinese domestically listed companies	O conselho de administração influencia nas práticas de gerenciamento de resultados das firmas, especialmente a independência dos conselheiros. Além disso, firmas cujo estado é o principal acionista tendem a serem desencorajadas a praticarem gerenciamento de resultados.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Cormier, Houle e Ledoux	2013	The incidence of earnings management on information asymmetry in an uncertain environment: Some Canadian evidence	Os achados indicam que a governança corporativa exerce influência no gerenciamento de resultados, sugerindo que os conselhos de administração exercem poder de monitoramento das informações. Além disso, os autores consideram que os mecanismos de governança podem restringir o gerenciamento, ao menos em países que possuem forte concentração de propriedade. Os autores também identificaram relação não linear entre o tamanho do conselho e o gerenciamento de resultados. Até certo ponto, o tamanho do conselho está positivamente relacionado com mais gerenciamento de resultados.
Badolato, Donelson e Ege	2013	Audit Committee Financial Expertise and Earnings Management: The Role of Status	<i>Expertise</i> financeira por parte dos membros do comitê de auditoria não inibem irregularidades, a menos que os membros também possuam alto <i>status</i> social.
Mansor, Che-Ahmad, Ahmad-Zaluki e Osman	2013	Corporate Governance and Earnings Management: A Study on the Malaysian Family and Non-family Owned PLCs	Mecanismos de governança corporativa, tais como número de reuniões dos conselhos, independência, presença de comitê de auditoria e seu tamanho são importantes para inibir atividades de gerenciamento de resultados, com pesos diferentes quando a empresa é familiar ou não familiar.
Ye	2014	Independent director cash compensation and earnings management	A remuneração variável paga em dinheiro (não em ações) está positivamente relacionada com práticas de gerenciamento de resultados, sugerindo que remunerar o gestor com altas somas em dinheiro compromete sua independência e reduz a qualidade da informação divulgada.
Xue e Hong	2015	Earnings management, corporate governance and expense stickiness	Bons níveis de governança corporativa reduzem as práticas de gerenciamento de resultados.
Arun, Almahrog e Ali-aribi	2015	Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK companies	Firmas com alta proporção de mulheres no conselho, independentes e não independentes, estão adotando práticas comedidas de gerenciamento de resultados.
Chi, Hung, Cheng e Lieu	2015	Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance	Os autores encontraram que empresas familiares são positivamente relacionadas com práticas de gerenciamento de resultados. Além disso, a nível de conselho, a proporção de independentes está negativamente relacionada com o gerenciamento de resultados.

Figura 3. Estudos que relacionam dispositivos de governança e gerenciamento de resultados
Fonte: Elaborado pelo autor.

2.1.3 Reconhecimento assimétrico e oportuno das perdas

Embora não seja mais uma característica desejável nos moldes da contabilidade internacional⁶, o reconhecimento oportuno das perdas, na forma de conservadorismo, constitui uma importante característica qualitativa da informação contábil e, nesse sentido, o conservadorismo condicional tem influenciado a contabilidade durante um longo período (Watts, 2003). Basu (1997) promove uma discussão acerca dessa vertente em seu seminal trabalho “*The Conservative Principle and the Asymmetric timelines of earnings*”. O conservadorismo, segundo o autor, pode ser interpretado como sendo a tendência de se exigir um maior grau de verificação para o reconhecimento de boas notícias do que para as más notícias nas demonstrações financeiras (Basu, 1997, p.4).

Existem dois tipos de conservadorismo: o condicional e o incondicional. O conservadorismo incondicional é o processo que incondicionalmente reporta baixos valores de patrimônio líquido, independente de sinais de prováveis perdas econômicas (Ball e Shivakumar, 2005, p.90). Já o conservadorismo condicional implica reconhecer fatos econômicos de forma oportuna e de maneira assimétrica, pois reconhece indícios de resultados negativos no momento em que é identificado (Coelho, 2007, p.136).

Basu (1997, p.13) define o modelo de reconhecimento oportuno das perdas conforme segue:

$$LUC_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 RET_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} \times RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (03)$$

O modelo assume que o mercado reflete de forma eficiente as perdas através dos retornos (RET) no momento em que tais perdas são incorridas. Portanto, um alto β_3 implica reconhecimento mais oportuno das perdas nos lucros divulgados. O autor também constrói um modelo alternativo baseado na variação dos lucros no período entre t-1 e t e também acha suporte para suas previsões.

No Brasil, Almeida *et al.* (2012) identificaram que firmas com alto grau de conservadorismo condicional (maior oportunidade no reconhecimento das perdas) possuem menor probabilidade de suavizar seus resultados, indicando que o conservadorismo condicional está relacionado com

⁶ Na revisão da estrutura conceitual do CPC o conservadorismo foi abandonado em prol do IFRS por ser considerado um viés por definição. As razões para isso são encontradas no conceito de prudência, que atualmente substitui o conservadorismo como característica desejável e se diferencia deste por possuir atributos de neutralidade no reconhecimento de ativos e passivos, evitando a indução por certo tipo de tomada de decisão em função de seus riscos.

a qualidade da informação contábil divulgada. O estudo de Kim e Pevzner (2010) corrobora esse entendimento. Os autores sinalizam que o mercado reage mais fortemente a bons resultados de empresas condicionalmente conservadoras e em menor grau às notícias ruins. Por outro lado, Burgstahler e Dichev (1997) e Degeorge, Patel e Zeckhauser (1999) advogam para o fato de que as firmas também gerenciam resultados para evitar o reconhecimento de perdas e/ou para reportar resultados próximos aos resultados de previsões realizadas por analistas de mercado.

Evidências da relação entre conselhos fiscais e conservadorismo são limitadas, principalmente pelo fato já mencionado de que este mecanismo é visto como suplementar no Brasil, não possuindo um órgão correspondente em países-referência, como Estados Unidos e Inglaterra.

A Figura 4 seguinte sumariza algumas das importantes pesquisas que relacionam o conservadorismo contábil e dispositivos de governança corporativa.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Beekes, Pope e Young	2004	The Link Between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: evidence from the UK	Empresas com conselhos de administração com alta proporção de <i>outsiders</i> tendem a reportar lucros mais conservadores.
Ahmed e Duellman	2007	Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis	A proporção de <i>insiders</i> no conselho de administração está negativamente relacionada com o conservadorismo, ao passo que a proporção de <i>outsiders</i> é positivamente relacionada.
DeZoort, Hermanson e Houston	2008	Audit committee member support for proposed audit adjustments: pre-SOX versus post-SOX judgments	O comitê de auditoria age de maneira mais conservadora após a SOX.
Almeida, Scalzer e Costa	2008	Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BOVESPA	O grau de conservadorismo das empresas listadas nos níveis 1 2 e novo mercado é maior do que as demais empresas listadas na BOVESPA
Krishnan e Visvanathan	2008	Does the SOX definition of an accounting expert matter? The association between audit committee directors' accounting expertise and accounting conservatism	A presença de <i>expertise</i> em contabilidade no comitê de auditoria está associada a um maior conservadorismo nos resultados reportados.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Lafond e Roychowdhury	2008	Managerial Ownership and Accounting Conservatism	O conservadorismo diminui na medida em que a proporção de gestores com participação acionária na firma aumenta.
Chi, Liu e Wang	2009	What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective	Empresas com fracas estruturas de governança corporativa tendem a ser mais conservadoras.
Xia e Zhu	2009	Corporate Governance and Accounting Conservatism in China	Independência do conselho não exerce influência nos níveis de conservadorismo das empresas
Günther, Gegenfurtner, Kaserer e Achleitner	2009	International financial reporting standards and earnings quality: The myth of voluntary vs mandatory adoption	Conservadorismo condicional aumentou após a adoção do IFRS na Alemanha.
Dimitropoulos e Asteriou	2010	The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece	Firmas com alta proporção de <i>outsiders</i> tendem a ser mais conservadores no reconhecimento de boas notícias e antecipar notícias ruins.
Peni e Vähämaa	2010	Female executives and earnings management	Firmas com executivas mulheres tendem a adotar estratégias mais conservadoras de gerenciamento de resultados.
Ramalingegowda e Yu	2012	Institutional ownership and conservatism	Alta concentração de propriedade por parte de investidores que tendem a monitorar gestores está associado com divulgação de informações mais conservadoras ao mercado.
Cullinan, Wang, Wang e Zhang	2012	Ownership structure and accounting conservatism in China	Conservadorismo é negativamente associado com o percentual de ações em posse do maior acionista da empresa.
Chan e Hsu	2013	Corporate Pyramids, Conservatism and Cost of Debt: Evidence From Taiwan	Quanto maior o nível piramidal das empresas, maior o grau de conservadorismo e menor o custo da dívida.
Khurana, Raman e Wang	2013	Weakened outside shareholder rights in dual-class firms and timely loss reporting	Empresas com duas camadas de conselho tendem a reportar más notícias de forma menos oportuna em relação à empresas com uma camada.
Dimitropoulos, Asteriou, Kousenidis e Leventis	2013	The impact of IFRS on accounting quality: Evidence from Greece	O conservadorismo não se apresenta significativamente diferente antes e após a adoção do IFRS
Yunos, Ahmad e Sulaiman	2014	The Influence of Internal Governance Mechanisms on Accounting Conservatism	Conselhos com pelo menos quatro reuniões de comitê de auditoria no ano, grande proporção de conselheiros independentes, e alta <i>expertise</i> são mais rápidos em reconhecer más notícias em comparação com o reconhecimento de boas notícias.

AUTOR(ES)	ANO	TÍTULO	SUMÁRIO DOS RESULTADOS
Ruch e Taylor	2015	Accounting conservatism: A review of the literature	Conservadorismo condicional reduz a assimetria de informação. Contudo, reduz também a acurácia das previsões dos analistas, a relevância da informação e torna a remuneração dos executivos mais sensível ao lucro.

Figura 4. Estudos que relacionam dispositivos de governança e conservadorismo contábil
Fonte: Elaborado pelo autor.

2.2 Conselhos de administração e propriedade dos números contábeis

Os arranjos de governança corporativa têm evoluído ao longo dos anos. Apesar de ser um tema relativamente recente, haja vista que ganhou notoriedade nos Estados Unidos a partir da década de 1980, no Brasil os primeiros conselhos de administração apareceram na década de 1970. Nesse período, os conselhos de administração eram mais honoríficos, com sinais claros de autonomia e divisão de poder entre controladores, acionistas e gestores (Pereira & Vilaschi, 2006), fato que não ocorre atualmente por diversos motivos, dentre os quais se destaca a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que desde meados da década de 1990 vem trabalhando em prol da profissionalização dos mecanismos de governança corporativa das empresas.

Apesar de a lei nº 6.404/76 introduzir a figura do conselho de administração como sendo órgão obrigatório para alguns tipos de empresa e prever a prática de divisão de poderes entre o conselho e a diretoria, seguindo princípios básicos como os de proteção a minoritários, responsabilização do controlador, dentre outros, o IBGC pode ser considerado um dos divisores de águas. Principal referência do país em assuntos relacionados à Governança Corporativa, o IBGC, apesar de não ter força de lei, é referência no país em melhores práticas de governança corporativa, além de promover palestras, fóruns, conferências, treinamentos, *networking* entre profissionais, e de produzir literatura a respeito do tema.

O IBGC também é responsável por certificar os profissionais que atuam nos conselhos de administração e fiscal e, desde 1995, contribui para o desempenho sustentável e influencia agentes de mercado buscando mais transparência e responsabilidade.

Brugni, Bortolon, Almeida e Paris (2013) destacam que as discussões acerca da importância dos conselhos de administração como ferramenta de governança corporativa para reduzir custos de agência e assimetria informacional ganharam corpo no final da década de 1980, particularmente após os estudos de Zahra e Pearce (1987; 1989). Esses estudos demonstraram

que havia relação entre os processos internos do conselho e a *performance* das firmas (Zahra & Pearce, 1989, p.323). A partir de então, os conselhos também ganharam notoriedade tanto na academia quanto no mercado e diversos estudos empíricos têm sido conduzidos até hoje.

O conselho de administração é definido pelo IBGC como sendo o principal componente do sistema de governança, cujo papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão, decidindo os rumos do negócio conforme o melhor interesse da organização como um todo (IBGC, 2010, p.10). Para esse mesmo instituto, o conselho de administração pode trazer os seguintes benefícios para a firma:

- Proteção e valorização da organização;
- Otimização o retorno do investimento no longo prazo;
- Permite o equilíbrio entre os interesses das partes (acionistas e demais *stakeholders*).

Outro benefício discutido com frequência na literatura diz respeito à redução dos custos de agência. Segundo a teoria da estrutura de propriedade da firma, elaborada por Jensen e Meckling (1976), a empresa deve ser vista também sob essa ótica, na qual em muitos casos o principal (o acionista) transfere para o agente (o gestor – ou o controlador no caso mais comumente evidenciado pela literatura nacional) o direito de tomar decisões por ele. Nesse ambiente, surge o conflito de agência, visto que ambos seguem a tendência de maximização da utilidade e, por isso, existem razões para acreditar que o agente nem sempre agirá em prol dos melhores interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976, p.308). É também nesse ambiente que surgem os custos de agência. Para os mesmos autores, esses custos são a soma de três gastos: i) gastos com o monitoramento do agente; ii) gastos decorrentes da intenção do principal em alinhar os interesses com os agentes; e iii) as perdas residuais, referentes ao montante financeiro equivalente à redução do bem-estar do principal em função de uma ação indesejada realizada pelo agente.

Partindo dessa premissa, o conselho de administração é considerado uma importante ferramenta da governança corporativa, no sentido de reduzir os custos de agência, a assimetria informacional e, principalmente, no que tange o aspecto de monitoramento de altos executivos (Fama & Jensen, 1983, p.14).

A importância do monitoramento dos gestores reside no fato de que estes possuem ferramentas que lhes permitem gerenciar resultados para seus próprios interesses, muitas vezes de forma potencialmente enganosa para o acionista (Vafeas, 2000, p. 139). Portanto, pelo fato de possuir a função de monitoramento dos gestores, o conselho de administração deve ter a capacidade de restringir a oportunidade ou habilidade deles de gerenciar resultados e consequentemente afetar a qualidade das informações divulgadas no mercado.

Ocorre que na literatura existem dois grandes tipos de problema de agência: o problema do Tipo I e o problema do Tipo II. Apesar de ambos levarem os gestores à propensão de agirem contra o melhor interesse dos acionistas, o problema do Tipo I é originário da separação de propriedade e controle, expostos por Berle e Means (1932) (Jensen & Meckling, 1976), na qual os administradores detêm incentivos para não agir em prol do melhor interesse dos minoritários pelo fato de haver dispersão de propriedade e consequente ausência de controle. Já o problema do Tipo II diz respeito aos conflitos entre acionistas controladores e não controladores (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer 1999; Bebchuck & Weisbach, 2010). Em função da existência de controle, parte-se do pressuposto de que os administradores seguem as orientações do controlador em suas atividades. Destarte, defensores da ideia de expropriação de riqueza afirmam que empresas controladas por famílias, por exemplo, possuem incentivos e a capacidade de conseguir benefícios privados em detrimento dos acionistas minoritários (Setia-Atmaja, Haman & Tanewski, 2011; Shleifer & Vishny, 1997; Fama & Jensen, 1983) de forma diferente de empresas cuja estrutura de propriedade sofre com o problema de agência do Tipo I. Nas palavras de Shleifer e Vishny (1997):

As consequências da alta concentração de ações com direito a voto na mão de um único acionista estão relacionadas com exercício de poder excessivo, que pode resultar em expropriação de minoritários e outros *stakeholders* por parte do controlador (p.739)⁷.

Nesse sentido, é mister ressaltar que, apesar da maioria das empresas possuírem capital concentrado ou na mão de um único acionista, ou de uma família, ou do estado (Brugni, Bortolon, Almeida & Paris, 2013, p. 407; Sternberg, Leal & Bortolon, 2011, p.213), o presente estudo trata dos dois tipos de problema de agência, haja vista que, no Brasil, pode ser relevante

⁷ The consequences of high concentrations of shares with voting rights in the hands of single shareholders are related to the excessive exercise of power, which may result in the expropriation of minority shareholders and other company stakeholders by the controller.

considerar o tipo de problema de agência para entender suas influências nos arranjos de governança corporativa.

De forma legal, o conselho de administração é exigido para todas as empresas de capital aberto do país (lei nº 6.404/76, art. 138, §2). Sua forma de composição está prevista no art. 140 da lei nº 6.404/76, que limita seu tamanho (no mínimo 3 membros) e prevê a possibilidade de eleição de membros por parte de acionistas minoritários por intermédio do voto múltiplo (lei nº 6.404/76, art. 141). Segundo a referida lei (art. 147), o conselheiro, para ser eleito, deve ter reputação ilibada, não deve ocupar cargos em sociedades consideradas concorrentes, salvo disposição em contrário, não deve ser impedido por lei especial, condenado por crimes como o falimentar, de prevaricação e outros, inclusive os que venham a vedar o acesso a cargos públicos. Ainda segundo a lei nº 6.404/76, as seguintes regras devem ser observadas na eleição dos conselheiros de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;

IX – escolher e destituir os auditores, se houver.

Em termos de literatura, alguns estudos demonstram uma associação significativa entre a qualidade dos controles internos e a qualidade da informação contábil. Doyle, Ge e McVay (2007, p.1116) realizaram um estudo que compreendeu uma amostra de 705 firmas em uma janela de quatro anos e identificaram que firmas com controles internos fracos permitem maior gerenciamento de resultados por parte dos executivos, consistente com os estudos de Ashbaugh-Skaife, Collins e Kinner (2008) e Epps e Guthrie (2010). Todavia, as evidências sobre características específicas dos conselhos de administração e suas relações com a qualidade da informação contábil ainda são fracas ou inconsistentes (Dechow *et al.*, 2010, p.382).

Beasley (1996) demonstrou que conselhos com grandes proporções de membros externos – caso do Brasil, conforme evidenciado por Brugni (2012a, p.63) e Brugni *et al.* (2013) – reduzem a probabilidade de fraude nas demonstrações contábeis, consistente com os achados de Farber (2005). Ao analisar um conjunto de 150 firmas (75 com casos de fraudes divulgados), o autor também identificou uma relação significativamente negativa entre a quantidade de conselheiros independentes no conselho e a probabilidade de fraude nos números contábeis.

Klein (2002) também encontrou relação significativa entre os níveis de independência dos conselhos e os níveis de *accruals* anormais. Segundo o autor, as firmas que deixam de possuir maioria de conselheiros independentes e passam a ter mais conselheiros não independentes passam a experimentar um aumento de *accruals* anormais no período (Klein, 2002, p.398).

Outras pesquisas também suportam a ideia de associação entre características específicas dos conselhos e qualidade da informação contábil, a exemplo de Xie *et al.* (2003), que identificaram que conselheiros com experiências no mercado financeiro (em bancos comerciais ou de investimento) são associadas com firmas que possuem menos *accruals* discricionários, logo, melhor qualidade na informação divulgada. Em termos de remuneração, Dechow *et al.* (2010, p.383) apontam uma deficiência importante na literatura: dentre os mais de 300 estudos de sua base, nenhum tratou da influência da remuneração dos gestores em outras medidas de qualidade da informação contábil que não fosse o gerenciamento de resultados. Para Rajgopal e Shevlin (2002), a variação na forma de contratos de compensação (remuneração) é predisposição para afetar a variação de investimentos de risco, o qual pode afetar a persistência dos lucros (Dechow *et al.*, 2010, p.383).

2.3 Conselho fiscal e propriedade dos números contábeis

No Brasil, existe a figura do Conselho Fiscal. Segundo o IBGC, o conselho fiscal é um órgão de atuação que funciona de forma independente ao conselho de administração e à diretoria, cujo objetivo é buscar a equidade na prestação de contas de modo a contribuir para o melhor desempenho das empresas (IBGC 2007, p.9). De acordo o IBGC (2007, p.9), a existência de um conselho fiscal para os acionistas traz diversos benefícios, tais como:

- É órgão independente da administração em decorrência da lei;
- É uma instância de conforto para os administradores, haja vista que administradores dissidentes têm o conselho fiscal como uma das instâncias a se dirigir;
- Contribui para o valor da empresa, por meio: do monitoramento dos processos de gestão dos riscos; da criação de condições mais propícias à redução do custo de capital da empresa;
- Pode ser a única instância de defesa, no âmbito da sociedade, à disposição dos acionistas, especialmente nas situações em que o conselho de administração não esteja instituído;
- Pode dedicar-se, com maior profundidade, ao exame de detalhes de matérias de interesse da sociedade.

O conselho fiscal existe na legislação Brasileira desde 1940. Órgão exclusivo do país (suas atividades, em outros países, estão englobadas pelos comitês de auditoria), o conselho fiscal foi constituído com o objetivo de fornecer transparência aos acionistas. Contudo, observa-se no Decreto-lei nº 2.627/1940, pela análise dos artigos 124 a 128, que o acionista majoritário ou controlador tinha o direito de eleger a maioria dos membros do conselho, tornando questionável, portanto, o grau de transparência do órgão. Já na lei nº 6.404/76 e suas modificações (Brasil, 1976, art. 161, §4), percebe-se que a eleição de membros para o conselho fiscal se encontra mais equitativa entre controladores e minoritários, de modo que a participação dos minoritários na eleição dos conselheiros fiscais pode chegar a até 2/5 dos membros. O IBGC (2007, p.15) ainda destaca que:

Com o objetivo de propiciar ao órgão a devida independência da administração, as melhores práticas recomendam que os sócios controladores abram mão da prerrogativa de eleger a

maioria dos membros, elegendo o mesmo número de conselheiros que os indicados pelos minoritários e preferencialistas, permitindo, assim, que o último membro do conselho fiscal seja eleito por sócios que representem a maioria do capital social, aí incluídos ordinaristas e preferencialistas, em assembleia na qual cada ação - independentemente de espécie ou classe - corresponda a um voto.

Controladores e não-controladores devem ter uma participação paritária, com um membro adicional eleito pelos sócios que representem a totalidade do capital social.

Sócios controladores e não-controladores devem debater a composição do conselho fiscal antes de sua eleição, de forma a alcançar a desejável diversidade de experiências profissionais, pertinentes às funções do conselho e ao campo de atuação da sociedade.

Segundo a lei nº 6.404/76, as seguintes regras devem ser observadas na eleição dos conselheiros fiscais:

- Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio (art. 159).
- Não podem ser eleitos para o conselho fiscal membros de órgãos de administração e empregados da companhia ou de sociedade controlada ou do mesmo grupo, e o cônjuge ou parente, até terceiro grau, de administrador da companhia (art. 162, §2).
- O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembleia-geral, aquele que ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal e tiver interesse conflitante com a sociedade (art. 147, §3).
- São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos (art. 147, §1).
- São ainda inelegíveis para os cargos de administração de companhia aberta as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários (art. 147, §2).

É de competência do conselho fiscal, ainda segundo a lei nº 6.404/76, art. 163:

I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;

II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral;

III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;

IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;

V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;

VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;

VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;

VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

§ 1º Os órgãos de administração são obrigados, através de comunicação por escrito, a colocar à disposição dos membros em exercício do conselho fiscal, dentro de 10 (dez) dias, cópias das atas de suas reuniões e, dentro de 15 (quinze) dias do seu recebimento, cópias dos balancetes e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente e, quando houver, dos relatórios de execução de orçamentos.

§ 2º O conselho fiscal, a pedido de qualquer dos seus membros, solicitará aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais.

§ 3º Os membros do conselho fiscal assistirão às reuniões do conselho de administração, se houver, ou da diretoria, em que se deliberar sobre os assuntos em que devam opinar (ns. II, III e VII).

§ 4º Se a companhia tiver auditores independentes, o conselho fiscal, a pedido de qualquer de seus membros, poderá solicitar-lhes esclarecimentos ou informações, e a apuração de fatos específicos.

§ 5º Se a companhia não tiver auditores independentes, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e fixar-lhes os honorários, dentro de níveis razoáveis, vigentes na praça e compatíveis com a dimensão econômica da companhia, os quais serão pagos por esta.

§ 6º O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência.

§ 7º As atribuições e poderes conferidos pela lei ao conselho fiscal não podem ser outorgados a outro órgão da companhia.

§ 8º O conselho fiscal poderá, para apurar fato cujo esclarecimento seja necessário ao desempenho de suas funções, formular, com justificativa, questões a serem respondidas por perito e solicitar à diretoria que indique, para esse fim, no prazo máximo de trinta dias, três peritos, que podem ser pessoas físicas ou jurídicas, de notório conhecimento na área em questão, entre os quais o conselho fiscal escolherá um, cujos honorários serão pagos pela companhia (Incluído pela lei nº 9.457, de 1997).

Nota-se pelos dispositivos, pois, que o conselho fiscal tem o poder de fiscalizar tanto os atos dos administradores quanto as demonstrações contábeis divulgadas para mercado ao menos trimestralmente; fato que torna essa instituição um interessante objeto de estudo para o desenho da pesquisa.

O conselho fiscal, conforme já comentado, é um conselho de existência exclusiva do Brasil. O IBGC considera o conselho fiscal como sendo parte integrante dos mecanismos de governança corporativa no país. Em outros locais, a função exercida pelo conselho fiscal é englobada no comitê de auditoria. Conforme seção 301 da SOX (Lei Sarbanes-Oxley), o comitê de auditoria é responsável pela contratação e supervisão de empresa independente de auditoria, bem como pode criar procedimentos para tratar de reclamações e denúncias anônimas por parte de funcionários sobre contabilidade, controles internos contábeis ou assuntos relacionados à auditoria. Nas palavras de Furuta e Santos (2010, p. 3):

A CVM e a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), em 7 de março de 2003, encaminharam à SEC uma solicitação para que as empresas que operam no Brasil e estivessem sob a regulação da *Sox* pudessem substituir o Comitê de Auditoria pelo Conselho Fiscal, órgão já existente no Brasil. Assim, seria evitada a duplicidade de funções, custos e ineficiências como também possíveis conflitos de poderes e obrigações. A SEC aceitou o pedido e o Conselho Fiscal pode, então, adaptar suas funções às de um Comitê de Auditoria no Brasil.

Nesse sentido, no caso do Brasil, empresas que emitem *ADRs* (*American Depositary Receipts*) devem manter necessariamente um comitê de auditoria instalado, ou, incorporar as funções do comitê de auditoria no conselho fiscal, configurando o que se conhece como Conselho Fiscal Turbinado. Por outro lado, a existência de um comitê de auditoria não implica na impossibilidade de instalação de um conselho fiscal (IBGC, 2010, p. 45), o que sugere complementaridade entre os órgãos (Brugni *et al.*, 2013. p.411).

Pelo fato do conselho fiscal ser um órgão exclusivo de empresas brasileiras, as pesquisas que o relaciona com propriedades da informação contábil são exclusivas do Brasil, o que limita a quantidade de achados sobre o assunto. Tinoco, Escuder e Yoshitake (2011) pesquisaram sobre a opinião de conselheiros fiscais de empresas classificadas nos níveis 1, 2 e novo mercado da BOVESPA quanto ao cumprimento das práticas de governança corporativa previstas para os conselheiros fiscais das firmas. Seus achados revelam que “os conselheiros fiscais têm, efetivamente, conhecimento de suas responsabilidades e de que as referidas práticas geram valor aos acionistas” e que “as empresas embora cumpram com os conceitos de boa governança não incluem na aplicação desse mecanismo o conselho fiscal, mantendo-o apenas dentro das regras previstas na legislação das sociedades por ações” (Tinoco *et al.*, 2011, p. 176).

Já Trapp (2009) defende que a existência do conselho fiscal em uma empresa está associada a menores níveis de gerenciamento de resultados, além de que quanto maior for a qualificação do conselho fiscal, melhor é a sua influência na qualidade da informação contábil divulgada ao mercado de capitais.

3 MÉTODO

3.1 Caracterização da pesquisa

Esta pesquisa tem abordagem quantitativa e enquadra-se como analítica na medida em que utiliza fatos e informações disponíveis e as analisa por intermédio de uma avaliação crítica dos dados. É também uma pesquisa aplicada, pelo fato de visar uma solução para um problema imediato diante de uma empresa ou sociedade. Outrossim, é empírica porque se baseia em dados de pesquisa, chegando a conclusões que são passíveis de verificação (Kothari, 2004, p. 3-5).

Considerando a classificação da pesquisa em administração e contabilidade, este estudo tem característica positiva. Para Martins e Theóphilo (2007, p.41), estudos com característica positiva tem suas raízes no empirismo e tem por princípio buscar a explicação dos fenômenos através da identificação de suas relações.

Quanto ao objetivo da pesquisa, esta é classificada como exploratória – no momento em que se busca tornar conhecidos os atributos não observáveis dos conselheiros – e explicativa, quando busca utilizar tais atributos como variáveis explicativas de *proxies* de qualidade da informação divulgada. A pesquisa exploratória oferece maior familiaridade com o problema, permite torná-lo conhecido e construir hipóteses. Pesquisas explicativas têm por finalidade aprofundar o conhecimento da realidade e explicar o porquê das coisas. Para Gil, (2009, p.42), este tipo de pesquisa “tem como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.

3.2 Seleção da amostra e tratamento de dados

O estudo utilizou três bases de dados distintas: i) o *Software Economática*[®] – empresa especializada em informações para o mercado de capitais – para informações financeiras; ii) a base de dados ComDinheiro[®] para dados automatizados relacionados à governança corporativa; e iii) Formulários de Referência (FR) constantes na base da CVM para dados complementares aos utilizados na base ComDinheiro[®]. A amostra contempla todas as empresas com presença em bolsa diferente de zero⁸ nos períodos compreendidos entre 2009 (período em que os formulários de referência se tornaram obrigatórios para publicação) e 2013, constantes dos

⁸ A presença em bolsa corresponde à razão entre o número de dias em que a ação da empresa registrou negócios e o número total de dias que o pregão registrou negócios no ano.

formulários de referência divulgados entre 2010 e 2014, sendo que as características avaliadas em relação aos conselhos, tanto de administração quanto fiscal, estão evidenciadas nas Figuras 5 e 6 seguintes.

Cumprir destacar que o levantamento da base de dados utilizada na pesquisa em tela envolveu a análise dos formulários de referência de cerca de 325 empresas por ano, em média, perfazendo um total de 1.618 empresas/observações, compreendendo a leitura, interpretação e análise de 10.893 currículos de conselheiros de administração efetivos e de 8.594 currículos de conselheiros fiscais efetivos no país, perfazendo uma média de 3.897 currículos lidos e interpretados a cada ano da base, além da análise das outras variáveis não relacionadas aos currículos, expostas nas figuras supramencionadas.

Adicionalmente, para melhores efeitos nas análises estatísticas e maior robustez nos resultados, aplicou-se filtros de dados, tais como de liquidez e identificação de *outliers* pelo método de Bacon, que consiste na utilização de algoritmos para detecção de *outliers* em dados de regressão multivariada. O diferencial desse método em relação aos demais, utilizados comumente na literatura contábil, está na consideração de que os dados amostrais não são homogêneos. Baseado nos métodos de Hadi (1992, 1994) e Hadi e Simonoff (1993), Billor, Hadi e Velleman (2000) construíram um algoritmo iterativo para obter estimadores eficientes e robustos para detecção de múltiplos *outliers*, que podem ser rapidamente processados, independente do tamanho da amostra. (Fávero & Belfiore, 2015; Hadi & Velleman, 2000).

VARIÁVEL	TIPO DE VARIÁVEL	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL	FONTE DE CONSULTA
avalcons **	dummy	Indica se a empresa tem mecanismos formais de avaliação do conselho de administração e/ou dos conselheiros individualmente, sendo sim = 1 e não = 0.	FR, item 12.1
confisc **	dummy	Indica se a empresa tem conselho fiscal permanente instalado, sendo sim = 1 e não = 0.	FR, item 12.1
confiscnp **	dummy	Indica se a empresa tem conselho fiscal não permanente instalado, sendo sim = 1 e não = 0.	FR, item 12.1
dtconfisc *	quant	Data da instalação do conselho fiscal.	FR, item 12.1
comaud **	dummy	Indica se a empresa tem comitê de auditoria instalado, sendo sim = 1 e não = 0..	FR, item 12.1
dtcomaud *	quant	Data da instalação do comitê de auditoria.	FR, item 12.1
freqreu *	quant	Frequência mínima anual das reuniões ordinárias do CA.	FR, item 12.4
qcons *	quant	Quantidade de conselheiros no CA.	Comdinheiro®
qconsS *	quant	Quantidade de conselheiros suplentes no CA.	FR, item 12.6
qmulh *	quant	Quantidade de mulheres no CA.	FR, item 12.6
idademin *	quant	Idade do conselheiro mais novo.	Comdinheiro®
idademax *	quant	Idade do conselheiro mais velho.	Comdinheiro®
idademed *	quant	Idade média dos membros do CA.	Comdinheiro®
ipos *	quant	Indica quantos membros do CA têm pós-graduação (<i>lato sensu</i> ou <i>stricto sensu</i>).	FR, item 12.6
imdm *	quant	Indica quantos membros do CA têm mestrado.	FR, item 12.6
imdd *	quant	Indica quantos membros do CA têm doutorado.	FR, item 12.6
itreinexec *	quant	Indica quantos conselheiros fizeram treinamento em algum curso para executivos ou conselheiros (ex.: IBGC, FDC, Harvard).	FR, item 12.8
canonadm *	quant	Quantidade de membros do CA que não tem formação (básica ou pós-graduação) em administração, contabilidade ou economia.	FR, item 12.6
caadm *	quant	Quantidade de membros do CA que tem formação (básica ou pós-graduação) em administração, contabilidade ou economia.	FR, item 12.6
cacont *	quant	Indica quantos membros com formação em contabilidade.	FR, item 12.6
caindep1 *	quant	Quantidade de membros do conselho que tem característica de independência.	FR, item 12.6

VARIÁVEL	TIPO DE VARIÁVEL	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL	FONTE DE CONSULTA
caindep2 *	quant	Quantidade de membros do conselho que não fazem parte da diretoria executiva da empresa.	Comdinheiro®
caindep3 **	dummy	Indica se existem membros do conselho que têm relação comercial (12.10) ou familiar (12.9), sendo sim =1 e não =0.	FR, item 12.6, 12.9 e 12.10
chairceo **	dummy	Será igual a 1 se o CEO e o presidente do conselho forem pessoas diferentes	FR, item 12.6
cacontrol *	quant	Indica quantos conselheiros foram indicados pelo controlador.	Comdinheiro®
ibusy *	quant	Indica quantos conselheiros ocupam cadeiras em conselhos de outras empresas.	FR, item 12.6.i
ibusy2 *	quant	Indica quantos conselheiros ocupam cadeiras em mais do que dois conselhos de outras empresas.	FR, item 12.6.i
remvard **	dummy	Indica se os membros do CA recebem algum tipo de remuneração variável, sendo sim =1 e não = 0.	FR, item 13.2.c.ii
remvaracoesd **	dummy	Indica se os membros do CA recebem algum tipo de remuneração baseada em ações	FR, item 13.2.c.v
remfix **	valor (R\$)	Remuneração fixa total do ano x	Comdinheiro®
remvar **	valor (R\$)	Remuneração variável total do ano x	Comdinheiro®
rempartluc **	valor (R\$)	Remuneração baseada em participação nos lucros do ano x	Comdinheiro®
rposemp **	valor (R\$)	Remuneração baseada em benefícios pós-emprego do ano x	Comdinheiro®
rcargo **	valor (R\$)	Remuneração baseada em benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo do ano x	Comdinheiro®
remacoes **	valor (R\$)	Remuneração baseada em ações do ano x	Comdinheiro®

Figura 5. Descrição das variáveis relacionadas ao Conselho de Administração.
Nota: (*) representa as variáveis incluídas na AF; (**) representa variáveis não incluídas na AF e incluídas como controle nas regressões descritas na seção 3.
Fonte: Elaboração própria.

VARIÁVEL	TIPO DE VARIÁVEL	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL	FONTE DE CONSULTA
confisc **	dummy	Indica se a empresa tem conselho fiscal permanente instalado, sendo sim = 1 e não = 0.	FR, item 12.1
dtconfisc *	quant	Data da instalação do conselho fiscal.	FR, item 12.1
avalcons **	dummy	Indica se a empresa tem mecanismos formais de avaliação do conselho fiscal e/ou dos conselheiros individualmente, sendo sim = 1 e não = 0.	FR, item 12.1
freqreu *	quant	Frequência mínima anual das reuniões ordinárias do CF.	FR, item 12.4
qcons *	quant	Quantidade de conselheiros no CF.	Comdinheiro®
qconsS *	quant	Quantidade de conselheiros suplentes no CF.	FR, item 12.6
qmulh *	quant	Quantidade de mulheres no CF.	FR, item 12.6
idademin *	quant	Idade do conselheiro mais novo.	Comdinheiro®
idademax *	quant	Idade do conselheiro mais velho.	Comdinheiro®
idademed *	quant	Idade média dos membros do CF.	Comdinheiro®
ipos *	quant	Indica quantos membros do CF tem pós-graduação (<i>lato sensu</i> ou <i>stricto sensu</i>).	FR, item 12.6
imdm *	quant	Indica quantos membros do CF tem mestrado.	FR, item 12.6
imdd *	quant	Indica quantos membros do CF tem doutorado.	FR, item 12.6
itreinexec *	quant	Indica quantos conselheiros fizeram treinamento em algum curso para executivos ou conselheiros (ex.: IBGC, FDC, Harvard).	FR, item 12.8
cfnonadm *	quant	Quantidade de membros do CF que não tem formação (básica ou pós-graduação) em administração, contabilidade ou economia.	FR, item 12.6
cfadm *	quant	Quantidade de membros do CF que tem formação (básica ou pós-graduação) em administração, contabilidade ou economia.	FR, item 12.6
cfcont *	quant	Indica quantos membros com formação em contabilidade.	FR, item 12.6
cfindep1 *	quant	Quantidade de membros do conselho fiscal que tem característica de independência.	FR, item 12.6
cfindep2 *	quant	Quantidade de membros do conselho fiscal que não fazem parte da diretoria executiva da empresa.	Comdinheiro®
cfindep3 **	dummy	Indica se existem membros do conselho fiscal que têm relação comercial (12.10) ou familiar (12.9), sendo sim =1 e não =0.	FR, item 12.6, 12.9 e 12.10

VARIÁVEL	TIPO DE VARIÁVEL	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL	FONTE DE CONSULTA
cfcontrol *	quant	Indica quantos conselheiros foram indicados pelo controlador.	Comdinheiro®
Cfon *	quant	Indica quantos conselheiros foram indicados pelos acionistas ordinaristas	FR, item 12.6
Cfpn *	quant	Indica quantos conselheiros foram indicados pelos acionistas preferencialistas	FR, item 12.6
remvard **	dummy	Indica se os membros do CF recebem algum tipo de remuneração variável, sendo sim =1 e não = 0.	FR, item 13.2.c.ii
remvaracoesd **	dummy	Indica se os membros do CF recebem algum tipo de remuneração baseada em ações	FR , item 13.2.c.v
remfix **	valor (R\$)	Remuneração fixa total do ano x	Comdinheiro®
remvar **	valor (R\$)	Remuneração variável total do ano x	Comdinheiro®
rempartluc **	valor (R\$)	Remuneração baseada em participação nos lucros do ano x	Comdinheiro®
rposemp **	valor (R\$)	Remuneração baseada em benefícios pós-emprego do ano x	Comdinheiro®
rcargo **	valor (R\$)	Remuneração baseada em benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo do ano x	Comdinheiro®
remacoes **	valor (R\$)	Remuneração baseada em ações do ano x	Comdinheiro®

Figura 6. Descrição das variáveis relacionadas ao Conselho Fiscal

Nota: (*) representa as variáveis incluídas na AF; (**) representa variáveis não incluídas na AF e incluídas como controle nas regressões descritas na seção 3.

Fonte: Elaboração própria.

3.3 Técnicas Multivariadas utilizadas

Estudar as características dos conselhos de administração e fiscal de forma ampla pode se tornar complicado, dentre outros motivos, pelo alto grau de correlação existente entre as variáveis de estudo (Brugni, 2012a). De acordo com Hair *et al.* (2009, p. 92), o aumento demasiado de variáveis pode incorrer em sobreposição de características. Existindo um alto grau de correlação entre as variáveis, o pesquisador precisa, pois, encontrar um modo de gerenciar estas variáveis altamente correlacionadas. Nesse sentido a Análise Fatorial (AF) desempenha um papel importante na aplicação de outras técnicas de modelagem multivariada.

3.3.1 A Análise Fatorial

Para resolver o problema de pesquisa, inicialmente foi utilizada a Análise Fatorial no sentido de reduzir o problema de altas correlações entre as variáveis, construindo constructos subjacentes e não correlacionados entre si.

Hair et al. (2009, p. 4) salientam que “na análise fatorial, variações são formadas para melhor representar a estrutura subjacente ou padrões das variáveis representadas por suas intercorrelações”⁹. Desse modo, estima-se os fatores e as variâncias com o objetivo de tornar as correlações previstas tanto próximas dos valores observados quanto possível (Belfiore, Fávero & Angelo, 2006, p.84).

Nesse sentido, esta técnica permite representar a maioria das características dos órgãos estudados características por meio de um número menor de fatores, sintetizando as relações observadas entre todas as variáveis inter-relacionadas dos conselhos de administração e fiscal.

Permitindo a simplificação de um grande número de variáveis por meio das dimensões latentes comuns (Fávero *et al.*, 2009, p. 236), usualmente chamadas de fatores, a AF as cria com o objetivo de transformar uma série de variáveis com altos graus de correlação em fatores que apresentam baixa correlação entre variáveis, “...de maneira a reduzir a complexidade e facilitar a interpretação dos dados”. (Fávero *et al.*, 2009, p. 236). Kim e Mueller (1978, p. 9) simplificam sinalizando que a “análise fatorial se refere a uma variedade de técnicas estatísticas cujo objetivo comum é o de representar um conjunto de variáveis em um número menor de variáveis hipotéticas”.¹⁰ Desse modo, a técnica pode ser genericamente representada pela seguinte equação:

$$X_i = a_{i1}F_1 + a_{i2}F_2 + \dots a_{ij}F_j + \varepsilon_i \quad (i = 1, \dots, p) \quad (04)$$

Em que: X_i representa as variáveis padronizadas¹¹, a_{ij} as cargas fatoriais que representam o peso da variável i no fator j ou o grau de correlação entre e F_j os fatores comuns e ε_i os fatores

⁹ “In factor analysis, variables are formed to best represent the underlying structure or patterns of the variables as represented by their intercorrelations.”

¹⁰ “Factor analysis refers to a variety of statistical techniques whose common objective is to represent a set of variables in terms of a smaller number of hypothetical variables.”

¹¹ A padronização do escore consiste na obtenção de médias iguais a zero e desvios padrão iguais a 1 por intermédio dos escores Z .

que explicam a maior parte das variâncias específicas.

Salienta-se que nesta pesquisa se utiliza a Análise Fatorial R¹² para sumarizar as características das variáveis por intermédio de uma matriz de correlação, construindo um conjunto de variáveis identificadas por dimensões não observáveis (ou latentes). Adicionalmente, construiu-se índices com os principais atributos identificados pela AF no intuito de observar a influência destas características na propriedade dos números contábeis divulgados no mercado brasileiro, conforme explanado no próximo item.

3.3.2 Desenvolvimento de índices como medidas de interação com as propriedades dos números contábeis

Os índices foram criados por combinação linear das variáveis objetivando servir como medidas de governança corporativa a serem relacionadas com as *proxies* de qualidade da informação contábil.

Diferentemente da maioria das pesquisas nacionais, a exemplo de Carvalhal-Da-Silva e Leal (2005), e Almeida (2011), e internacionais como as de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Klapper e Love (2004) e Lopes (2009), o presente estudo buscou construir índices para medir características dos conselhos de administração e fiscal com uma abordagem de operacionalização diferente para que, em um segundo momento, sejam usados juntamente com outras técnicas multivariadas.

Grande parte das pesquisas, incluindo as mencionadas anteriormente, utiliza questões subjetivas para construir seus índices – questões que geralmente podem ser respondidas por intermédio dos informativos publicados, com respostas binárias (sim/não). Contudo, a pesquisa em tela faz uso da Análise Fatorial como ferramenta para dar suporte à criação de seu índice.

Nesse contexto, cada fator extraído da Análise Fatorial é representado por um índice, medido conforme equações 5, 6 e 7 seguintes. Portanto, multiplicou-se cada variável padronizada pelos coeficientes de scores fatoriais correspondentes a cada variável do fator, conforme segue:

$$Índice_1 = CSF_{1,1} \times \frac{(x_{1,1} - \mu_{1,1})}{\sigma_{1,1}} + CSF_{1,2} \times \frac{(x_{1,2} - \mu_{1,2})}{\sigma_{1,2}} + \dots CSF_{1,n} \times \frac{(x_{1,n} - \mu_{1,n})}{\sigma_{1,n}} \quad (05)$$

¹² Diferentemente da Análise Fatorial Q, a AF R é a mais comumente utilizada e objetiva analisar um conjunto de variáveis e suas relações.

Da mesma forma, seguindo a matriz de escores fatoriais, os índices posteriores foram construídos da seguinte maneira:

$$Índice_2 = CSF_{2,1} \times \frac{(x_{2,1} - \mu_{2,1})}{\sigma_{2,1}} + CSF_{2,2} \times \frac{(x_{2,2} - \mu_{2,2})}{\sigma_{2,2}} + \dots CSF_{2,n} \times \frac{(x_{2,n} - \mu_{2,n})}{\sigma_{2,n}} \quad (06)$$

$$Índice_m = CSF_{f,1} \times \frac{(x_{f,1} - \mu_{f,1})}{\sigma_{f,1}} + CSF_{f,2} \times \frac{(x_{f,2} - \mu_{f,2})}{\sigma_{f,2}} + \dots CSF_{f,n} \times \frac{(x_{f,n} - \mu_{f,n})}{\sigma_{f,n}} \quad (07)$$

Em que: $CSF_{f,n}$, ou simplesmente coeficiente de escore fatorial, representa o coeficiente da variável n referente à matriz de escore fatorial do fator f ; $x_{f,n}$ representa a variável original n significativa para o fator f , $\mu_{f,n}$ a média da variável n significativa para o fator f , e o $\sigma_{f,n}$ representa o desvio-padrão da variável n significativa para o fator f .

3.4 Modelo Econométrico

Diversos modelos consagrados na literatura contábil foram utilizados – conforme evidenciados na revisão de literatura e sumarizados na Figura 1 – no sentido de testar os índices construídos e suas relações com as propriedades dos números contábeis.

Nesse sentido, os modelos utilizados nesta pesquisa partem da premissa de que as variáveis que explicam a maior parte da variância dos dados relacionados aos conselhos de administração e fiscal do país podem influenciar na qualidade das informações divulgadas pelas empresas. Para avaliar essa condição, os índices criados foram relacionados em função de cada variável dependente que captura certa propriedade de qualidade da informação contábil, na forma de regressões múltiplas, estimadas pelo método dos momentos generalizados dinâmicos (*GMM*) quando da existência de indícios simultaneidade entre as variáveis preditoras e o termo do erro. O modelo geral pode ser determinado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} QL_{it} = & \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} \\ & + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (08)$$

Em que: QL_{it} = métrica de qualidade dos lucros da empresa i no tempo t ; β_n , são os coeficientes angulares entre os índices e as variáveis dependentes; os índices estão

representados pelas variáveis $f1_{i,t}$, $f2_{i,t}$, $f3_{i,t}$ até $fn_{i,t}$; γ_n são os coeficientes angulares entre as variáveis de controle e as dependentes; $Ctrl_{it}$ representa as variáveis de controle Tamanho e Endividamento; $\phi_1 \dots \phi_n$ são os coeficientes angulares entre as métricas de qualidade e as variáveis que medem o nível de adesão a segmentos diferenciados de governança, bem como outros controles que sinalizam estruturas diferenciadas de governança e propriedade; $Dn1_{it}$, $Dn2_{it}$ e Dnm_{it} são *dummies* que representam a aderência da firma i aos segmentos diferenciados de governança corporativa (níveis 1, 2 e novo mercado) no tempo t ; ADR_{it} variável binária que assume valor 1 para firmas que emitem *American Depositary Receipt* (ADR) e 0 caso contrário; $BIG4_{it}$ é uma variável binária que assume valor 1 para firmas que foram auditadas por uma das quatro maiores firmas de auditoria no mundo e valor 0 caso contrário; e $\sum_1^n \phi_n Eprop_{it}$ o somatório de variáveis binárias de estrutura de propriedade.

Desse modo, o modelo geral representado na equação 08 assume que características dos conselhos de administração ($\sum_1^n \beta_n fn_{it}$) influenciam na qualidade dos lucros (QL_{it}).

3.4.1 Métricas de Qualidade da Informação e operacionalização do modelo geral

Inicialmente, três *proxies* podem ser consideradas importantes para avaliar as propriedades dos números contábeis divulgados no mercado (Dechow *et al.*, 2010, p.345): i) persistência dos lucros e *accruals*; ii) gerenciamento de resultados e; iii) reconhecimento oportuno das perdas. Todavia, diversas outras medidas e variantes podem ser encontradas na literatura. As medidas mencionadas por Dechow *et al.* (2010) podem ser genericamente representadas da forma conforme segue:

3.4.1.1 Métrica de Persistência dos lucros

Essa métrica entende que os lucros possuem um conteúdo informativo importante para previsibilidade de lucros futuros (Freeman *et al.*, 1982, p.641).

$$LUC_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_1 LUC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (09)$$

Nesse sentido, quanto maior o β_1 , mais persistente será o lucro da firma. A lógica inerente ao modelo como métrica de qualidade reside no fato de que se uma empresa possui lucros mais persistentes do que outra ao longo de um período, logo, os lucros correntes desta empresa são uma medida de previsão mais eficiente a respeito da *performance* financeira futura da firma e possibilita uma menor chance de erro no *valuation* em comparação com outras empresas que apresentam lucros menos persistentes.

A operacionalização do modelo que mede a persistência dos lucros em função dos fatores de conselhos consiste em calcular o β_1 individual de cada firma, no período t, e defini-lo como variável dependente em função dos fatores $f1_{i,t} \dots f n_{i,t}$ construídos na forma descrita em 3.3.2. Assim, o modelo para medir a persistência dos lucros em função dos fatores de conselhos de administração pode ser representado conforme segue:

$$\begin{aligned} PERSIST_{it} = & \alpha_i + \sum_1^n \beta_n f n_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} \\ & + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (10)$$

Em que: $PERSIST_{it}$ é a variável métrica dependente para medir a persistência dos lucros, derivada do β_1 da equação 09.

3.4.1.2 Métrica de Gerenciamento de Resultados

Existem algumas métricas para medir gerenciamento de resultados, a exemplo de Eckel (1981), Healy (1985), Jones (1991), Dechow *et al.*, (1996), Kang (1999) e Leuz *et al.* (2003). O modelo principal a ser adotado na tese é o modelo de Eckel (1981), pelo fato de que este permite caracterizar as firmas em suavizadoras ou não suavizadoras de resultados por intermédio de variáveis binárias, conforme segue:

$$IE_{it} = \frac{\Delta \% LL_{it}}{\Delta \% Receitas_{it}} \quad (11)$$

Em que: $\Delta \% LL_{it} = \frac{LL_t - LL_{t-1}}{LL_{t-1}}$ e; $\Delta \% Receitas_{it} = \frac{rec_t - rec_{t-1}}{rec_{t-1}}$.

O autor parte da premissa de que os lucros são uma função linear das vendas, ou seja, Lucro = Vendas – gastos fixos e variáveis. Consequentemente, se a variação do lucro for menor do que a variação da receita, existem indícios de gerenciamento de resultados (Eckel, 1981, p.34).

Para identificar a relação entre gerenciamento de resultados e os fatores dos conselhos de administração, a técnica de regressão logística (logit) é empregada na forma da equação seguinte:

$$GR_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Em que: GR_{it} é o índice de Eckel (1981), derivado da equação 11 e transformado em variável binária, o qual assume valor 1 para firmas que suavizam resultados e 0 para firmas que não suavizam.

3.4.1.3 Reconhecimento Oportuno das Perdas

A medida de oportunidade assimétrica e reconhecimento oportuno das perdas mais frequentemente encontrada na literatura é a de Basu (1997) e pode ser demonstrada conforme equação 13.

$$LUC_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 RET_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} \times RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

Em que: $D_{i,t}$ = variável binária que assume o valor de 1 quando o retorno ($RET_{i,t}$) é negativo.

O retorno da ação é calculado da seguinte forma:

$$RET_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (14)$$

Em que: $R_{i,t}$ = Taxa de retorno da ação da empresa i no período [t,t-1]; $P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i na data t; $P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i na data t-1.

Logo, a equação 13 pretende capturar a assimetria no reconhecimento das perdas por meio do β_3 . O modelo assume que o mercado reflete de forma eficiente, por intermédio dos retornos, as perdas quando elas são incorridas. Portanto, um alto β_3 implica reconhecimentos mais oportunos das perdas que afetam os lucros. Consequentemente, o modelo para capturar a oportunidade no reconhecimento das perdas deriva do modelo geral e pode ser escrito da seguinte maneira:

$$\begin{aligned}
 ROP_{it} = & \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} \\
 & + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{15}$$

Em que: ROP_{it} é a variável métrica dependente para medir a oportunidade de reconhecimento das perdas, derivada do β_3 da equação 13.

3.4.2 Variáveis de controle

Tamanho (TAM) – Adotou-se, para a *Proxy* do tamanho da empresa, o logaritmo natural do Ativo total da empresa, conforme evidenciado abaixo:

$$TAM_{i,t} = \ln(AT_{i,t}) \tag{16}$$

Endividamento (END) – Duas *proxies* para controlar o efeito do nível de endividamento das empresas foram utilizadas: a primeira foi testada no sentido de levar em consideração também os passivos operacionais das empresas, que no Brasil tem relativa expressão dentro dos passivos totais, sendo representada pela relação entre o capital de terceiros (passivos operacionais e não operacionais, de curto e longo prazo) e o Ativo Total:

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{AT_{i,t}} \tag{17}$$

Em que: $END_{i,t}$ = Endividamento da empresa i no período t; $CT_{i,t}$ = Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Passivo não Circulante) da empresa i no período t; $AT_{i,t}$ = Ativo Total (PC + PnC + PL) da empresa i, no período t.

A segunda *proxy* considera as Dívidas Brutas como *proxy* alternativa para o endividamento. Nesse sentido, a *proxy* alternativa de controle sobre o endividamento das empresas é resultado da seguinte expressão:

$$END2_{i,t} = Ln(DIVB_{i,t}) \quad (18)$$

Em que: $END2_{i,t}$ = Endividamento da empresa i no período t; $Ln(DIVB_{i,t})$ = Logaritmo natural das Dívidas Brutas da empresa i no período t.

Características estruturais de governança – Também para efeito de controle, considerou-se uma série de arranjos relacionados à governança, de modo que as análises se tornassem mais consistentes. As variáveis estão dispostas conforme segue:

- Níveis diferenciados de Governança Corporativa – Verificou-se as empresas que estão em segmentos de listagem diferenciados (níveis 1, 2 e novo mercado) e quais possuem ações listadas na bolsa de valores americana. Todas elas são representadas de forma binária assumindo valor igual a 1 se verdadeiro e 0 se falso.
- Tipos de Problema de Agência e Estrutura de Propriedade – Os tipos de problema de agência (I e II) presentes nas firmas também é importante dado o escopo da pesquisa, pois os incentivos dos gestores para manipular resultados são diferenciados dependendo da estrutura de propriedade das firmas. Evidências no Brasil demonstram que firmas com maior concentração de ações com direito a voto tendem a gerenciar mais resultados (Torres, Bruni, Castro & Martinez, 2010). Nesse sentido, fez-se necessário, também, controlar os resultados por tipos de problema de agência e estrutura de propriedade. Nesse prisma, as avaliações são realizadas também por uma espécie de *cluster*, objetivando identificar se, conforme o tipo de controle (c), os conselhos de administração e/ou fiscal possuem graus diferenciados de influência na qualidade das demonstrações contábeis divulgadas no mercado de capitais brasileiro.

Tipo de Auditoria – Identificar o tipo de auditoria realizado na empresa é importante para controlar o efeito da mesma na qualidade das informações divulgadas no mercado. Para expurgar o efeito da qualidade do trabalho realizado pela auditoria em relação às demonstrações contábeis, foi identificado se a firma de auditoria de cada empresa constante na amostra é uma das *Big Four* (Big4). Nesse momento, admite-se que as quatro maiores firmas de auditoria possuem estrutura para realizar, na média, trabalhos melhores do que as firmas diferentes dessa categoria em termos de auditoria de demonstrações contábeis.

A despeito da existência de uma percepção no mercado no sentido de que auditoria não Big4 tende a ser mais condescendente com a firma-cliente em relação às quatro maiores, esse controle também permite testar essa percepção, de modo a validar ou não essa ideia. Desse modo, uma variável *dummy* é utilizada para controlar tal efeito, assumindo o valor 1 para firmas auditadas por Big4 e 0 para firmas auditadas por não Big4.

Desse modo, os modelos foram operacionalizados com a finalidade testar as hipóteses gerais do trabalho conforme sumarizado na Figura 7 seguinte:

HIPÓTESES	MODELO UTILIZADO	DESCRIÇÃO	SEÇÃO
H _{1A} - O perfil dos conselheiros influencia no grau de persistência dos lucros divulgados ao mercado.	$PERSIST_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	<i>PERSIST_{it}</i> é a variável métrica dependente para medir a persistência dos lucros e espera-se que <i>fn_{it}</i> seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.1
H _{1B} - O perfil dos conselheiros influencia no grau de gerenciamento de resultados dos lucros divulgados ao mercado.	$GR_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	<i>GR_{it}</i> é a variável métrica dependente para medir indícios de gerenciamento de resultados contido nos lucros e espera-se que <i>fn_{it}</i> seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.2
H _{1C} - O perfil dos conselheiros influencia na oportunidade de reconhecimento de perdas das empresas do mercado brasileiro.	$ROP_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	<i>ROP_{it}</i> é a variável métrica dependente para medir a oportunidade de reconhecimento de perdas reconhecidas nas empresas e espera-se que <i>fn_{it}</i> seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.3
H _{2A} - A estrutura dos conselhos influencia no grau de persistência dos lucros divulgados ao mercado.	$PERSIST_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	<i>PERSIST_{it}</i> é a variável métrica dependente para medir a persistência dos lucros e espera-se que <i>fn_{it}</i> seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.1
H _{2B} - A estrutura dos conselhos influencia no grau de gerenciamento de resultados dos lucros divulgados ao mercado.	$GR_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	<i>GR_{it}</i> é a variável métrica dependente para medir indícios de gerenciamento de resultados contido nos lucros e espera-se que <i>fn_{it}</i> seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.2

HIPÓTESES	MODELO UTILIZADO	DESCRIÇÃO	SEÇÃO
H2 _C - A estrutura dos conselhos influencia na oportunidade de reconhecimento de perdas das empresas do mercado brasileiro.	$ROP_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	$ROP_{i,t}$ é a variável métrica dependente para medir a oportunidade de reconhecimento de perdas reconhecidas nas empresas e espera-se que fn_{it} seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.3
H3 _A - A remuneração dos conselheiros influencia no grau de persistência dos lucros divulgados ao mercado.	$PERSIST_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	$PERSIST_{it}$ é a variável métrica dependente para medir a persistência dos lucros e espera-se que fn_{it} seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.1
H3 _B - A remuneração dos conselheiros influencia no grau de gerenciamento de resultados dos lucros divulgados ao mercado.	$GR_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	GR_{it} é a variável métrica dependente para medir indícios de gerenciamento de resultados contido nos lucros e espera-se que fn_{it} seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.2
H3 _C - A remuneração dos conselheiros influencia na oportunidade de reconhecimento de perdas das empresas do mercado brasileiro.	$ROP_{it} = \alpha_i + \sum_1^n \beta_n fn_{it} + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_1^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$	$ROP_{i,t}$ é a variável métrica dependente para medir a oportunidade de reconhecimento de perdas reconhecidas nas empresas e espera-se que fn_{it} seja uma variável latente que captura fatores relacionados ao perfil dos conselheiros.	3.4.1.3

Figura 7. Resumo das hipóteses e operacionalização dos modelos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.5 Potenciais Problemas com a Base de Dados e o Uso de Técnicas Complementares

3.5.1 A qualidade dos Formulários de Referência Divulgados

A principal limitação da pesquisa consiste no tratamento de erros identificados nos FRs. Considera-se como principal limitação pelo fato de não haver opção para contornar o problema. Dentre os principais problemas enfrentados com a base de dados estão:

- Divergências entre Base de Dados – Algumas informações constantes da base de dados da CVM (versão mais nova do Formulário de Referência na data da pesquisa, para cada empresa) e da base de dados ComDinheiro® são diferentes. Assim, procedeu-se de forma que as variáveis capturadas pela ComDinheiro® fossem consideradas integralmente, sem ajustes pela base CVM. Do mesmo modo, as variáveis capturadas pela base CVM que também continham dados na ComDinheiro® foram consideradas integralmente pela referência da CVM, sem ajustes. Nas Figuras 5 e 6 estão a lista de variáveis capturadas por cada base.
- Retificações demasiadas dos FRs por parte das empresas – Isso empobrece a qualidade das ilações, haja vista que, para cada momento no tempo, um conjunto de versões diferenciadas de Formulários estavam disponíveis para os investidores. Conforme já mencionado, nessa pesquisa considerou-se a versão mais nova do Formulário na data de pesquisa, para cada empresa.
- Erro de competência – Em função das diversas retificações, identificou-se que algumas empresas divulgaram formulários (retificações) 1 ano ou mais após a sua obrigatoriedade, e algumas delas alteraram dados da competência devida para dados da competência seguinte, distorcendo toda a estrutura analisada.

Nesse sentido, em função da quantidade de dados levantados, tornou-se inviável procurar erros e ajusta-los quando, e se, identificados. No entanto, acredita-se que a quantidade de observações e suas respectivas variáveis distorcidas pelos erros percebidos não influencia significativamente os resultados, haja vista que a média de conselheiros é de mais de 2 mil por ano e os formulários, quando retificados, tendem a alterar, também, outras informações que não as informações objeto deste estudo.

3.5.2 O uso de dummies na análise fatorial

Uma limitação da pesquisa consiste na utilização de *dummies* no estudo. Para Hair et al. (2009, p. 85), a utilização de *dummies* na análise fatorial é limitada, pois estas não são bem representadas pela correlação de Pearson tradicional. Salienta-se, neste momento, que características importantes da literatura de governança corporativa, em especial dos conselhos de administração, só podem ser mensuradas de forma binária, a exemplo de questões como presença de um único membro como presidente do conselho e diretor presidente, mecanismos de avaliação formal dos conselheiros, dentre outros. Embora algumas considerações especiais possam ser feitas nessas instâncias, a exemplo do uso da Homals, optou-se por usar tais variáveis como instrumentos de controle nas regressões posteriores em conjunto com os índices construídos pela AF

3.5.3 O problema da simultaneidade entre variáveis

A estrutura dos conselhos, representados pelos fatores $f_{i,t}^1 \dots f_{i,t}^n$, são consideradas como variáveis explicativas da qualidade da informação contábil divulgada e, nesse sentido, pressupõe-se exogeneidade ou ausência de correlação entre esses índices e o termo do erro aleatório em cada modelo estimado, pois, caso contrário, os coeficientes das regressões podem se apresentar de forma inconsistente (Wooldridge, 2002, p.50). Estudos anteriores, como os de Gabriel (2011), Silveira (2004) e Börsch-Supan e Köke (2002) demonstram a possibilidade de ocorrência de causalidade reversa em estudos cujo tema é a Governança Corporativa. Todavia, embora existam diversos estudos documentando simultaneidade entre governança corporativa e desempenho financeiro, a simultaneidade entre governança corporativa e propriedade dos números contábeis é improvável. Em outras palavras, apesar de ser possível que os mecanismos de governança (no presente caso, os conselhos de administração e fiscal) afetem as propriedades da informação contábil, não é provável que o inverso seja também verdadeiro, além de não existir previsão teórica para esse fenômeno.

Sabe-se que problemas dessa natureza impedem inferências de coeficientes estimados pelos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), visto que estes podem ser viesados e inconsistentes. Desse modo, o método dos momentos generalizados dinâmicos (GMM) pode se apresentar como solução adequada para o tratamento dessa questão, caso haja correlação entre os fatores de governança e o termo do erro.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Análise descritiva de dados

Esta subseção tem por objetivo descrever os dados coletados sobre os Conselhos de Administração e Fiscal, além de discuti-los sob a ótica da evolução ao longo dos últimos cinco anos e, quando pertinente, compará-los com estruturas de outros países em mesmo nível de desenvolvimento ou superior quando o quesito é governança corporativa.

4.1.1 Conselhos de Administração no Brasil: uma análise crítica e evolutiva

Diversas características, tanto estruturais quanto de composição e remuneração, foram modificadas ao longo dos últimos anos. Para refletir tal assertiva de forma detalhada, as discussões foram divididas em três blocos: i) estrutura dos conselhos de administração; ii) perfil dos membros do CA; e iii) remuneração dos membros do CA.

4.1.1.1 Estrutura dos Conselhos de Administração

A Tabela 1 seguinte sumariza as informações acerca da estrutura dos conselhos de administração no país considerando as informações para o período de 2009 a 2013, referente aos FRs de 2010 a 2014.

Tabela 1
Estatísticas descritivas da estrutura dos conselhos de administração no país.

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Quantidade de conselheiros efetivos	1605	6,7869	2,7333	1	24
Quantidade de conselheiros suplentes	1608	1,3688	2,9083	0	16
Quantidade de homens no conselho	1608	6,2958	2,6404	1	16
Quantidade de mulheres no conselho	1608	0,5025	0,8068	0	6
Mandato	1570	1,9280	0,7809	1	8
Frequência das Reuniões	1289	6,1365	3,6715	1	24
Avaliação formal dos conselhos	1400	0,3271	0,4693	0	1
Comitê de auditoria instalado	716	0,6885	0,4634	0	1

Fonte: Dados da pesquisa.

O número médio de conselheiros efetivos nas empresas é de sete membros, sendo que essa média se manteve constante ao longo dos últimos cinco anos, conforme demonstrado na Figura 8 seguinte:

Figura 8. Número médio de conselheiros efetivos nos CAs por ano.

Fonte: Dados da pesquisa.

De outro modo, eram 2.023 membros em 313 empresas em 2009, 2.305 membros em 332 empresas em 2010, 2.209 membros em 325 empresas em 2011, 2.129 membros em 312 empresas em 2012 e 2.227 membros em 323 empresas em 2013. A esse respeito, sabe-se que não existe um consenso sobre o tamanho ótimo de um conselho de administração e sua relação com o desempenho das firmas, embora seja conhecido que essa relação não é linear (Silveira, 2004; Silveira, 2002). Nos Estados Unidos, por exemplo, essa média é de 11 membros (Dalton & Dalton, 2010) e a média aproximada no mundo, considerando uma amostra de 2.427 empresas de 32 países, é de aproximadamente 10 membros (Alves, Couto & Francisco, 2015).

Para cada cinco membros efetivos existe um membro suplente nos conselhos brasileiros, sendo que a média nacional é de pouco mais de 1,37 por empresa. Contudo, ao analisar a presença desses membros nas empresas de forma individualizada, percebe-se que mais de 75% das firmas não possuem conselheiros suplentes em seus quadros. Os membros suplentes não são vistos como boa prática de governança corporativa pelo IBGC, visto que eles “[...] não são satisfatoriamente familiarizados com os problemas da organização” (IBGC, 2010, p. 36). A grande maioria das empresas segue esta recomendação – 243 empresas não possuem membros suplentes em seu quadro de conselheiros (considerando o FR2014) –, porém, a Taesa, Rumo,

Braskem e Vale possuem 10 conselheiros suplentes ou mais na estrutura do conselho, lideradas pelas empresas Oi e Cemig, que possuem 15 conselheiros suplentes cada.

A empresa João Fortes engenharia é a que tem o maior número de conselheiros efetivos (24 no total), superando a recomendação do IBGC de, no mínimo cinco membros e, no máximo, 11. Sobre esse aspecto, considerando o FR de 2014, 52 empresas (16% da amostra) possuem um número menor do que o mínimo recomendado pelo IBGC, sendo que apenas oito estão em desacordo com a legislação acerca do número mínimo de três membros nos conselhos de administração. Apesar da legislação não estipular um número máximo de membros para o conselho de administração, o IBGC recomenda que sejam 11 e, na referida amostra, 14 empresas não seguem tal recomendação, mantendo suas estruturas com um número superior ao recomendado.

A presença das mulheres nos conselhos de administração brasileiros ainda pode ser considerada modesta. Do total de 2.023 conselheiros observados em 2009, apenas 179 são mulheres (menos de 10%, convergente com IBGC, 2011). Outrossim, a participação de mulheres de forma proporcional ao tamanho dos conselhos decresceu ao longo do tempo, conforme demonstra a Figura 9 seguinte, que considera a análise de 2.305, 2.209, 2.129 e 2.227 membros em 2010, 2011, 2012 e 2013, respectivamente:

Figura 9. Evolução da proporção de mulheres nos CAs.
Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando os FRs de 2014, destaca-se que mais da metade das empresas que possui alguma mulher no seu quadro de conselheiros efetivos apresenta apenas uma mulher em sua estrutura. Das 114 empresas que mantinham mulheres em seus quadros em 2013, 78 delas (68%) apresentavam essa configuração, sendo que das 36 empresas restantes, 31 possuíam duas mulheres no quadro. Apenas uma empresa da amostra possui cinco mulheres na composição do conselho e 209 delas não possuem nenhuma mulher na sua composição. Em termos percentuais, pode-se dizer que as mulheres ocupam cerca de 7% dos cargos de conselheiros no Brasil e cerca de 35% das empresas possuem ao menos uma mulher no conselho (convergente com a pesquisa do IBGC, 2009). Nove empresas possuem metade ou mais da metade do seu quadro composto por mulheres. Destaque para a Indústria JBDuarte S.A., que possui todo o seu quadro de conselheiros composto por mulheres.

A representação de mulheres nos CAs brasileiros não é diferente da participação em países cuja economia é desenvolvida, como os Estados Unidos. A revista Forbes realizou pesquisa sobre o tema e mostrou similaridades entre os dois países. Nobel (2013) destaca que apenas 14% das cadeiras das 1.500 maiores empresas americanas são ocupadas por mulheres. A mesma pesquisa também destaca que homens e mulheres possuem características distintas e que essa diversidade é importante para os conselhos (Brugni *et al.*, 2013, p.416).

Diversos países tratam a temática de forma diferenciada. A Noruega, por exemplo, exige que 40% do seu conselho seja composto por mulheres. A Finlândia recentemente passou a exigir que empresas que não possuem mulheres em seu quadro passem a divulgar as razões para tal.

No Reino Unido, em 2010, apenas 12,5% dos conselheiros das 100 maiores empresas da *London Stock Exchange (LSE)* eram mulheres (Abersoch, 2011, p.3), aproximadamente 3 pontos percentuais a mais do que no Brasil no mesmo período.

As questões relacionadas à presença de mulheres nos conselhos e suas influências ainda não são enfatizadas no Brasil. Nesse sentido, os Estados Unidos e o Brasil continuam em silêncio sobre questões acerca da obrigação das empresas em manter a diversidade nos conselhos, embora movimentos recentes tenham iniciado discussões sobre cotas para mulheres nos conselhos brasileiros.

A presença de mulheres e a diversidade de gêneros nos conselhos brasileiros passou a figurar entre os holofotes nos últimos anos. No mundo, diversos países já discutem a temática há anos. Todavia, uma questão vem apimentando as discussões. Na medida em que alguns países vêm

adotando medidas compulsórias ou regras para adesão voluntária de mulheres em cargos de alta gestão nas empresas, a cota para mulheres nos conselhos brasileiros passa a ser realidade, ao menos em potencial para discussão.

Além de casos como a Noruega e a Finlândia, a França, desde 2007, exige paridade salarial para evitar que mulheres estivessem nos conselhos apenas por formalidade. Espanha, Holanda, Bélgica e Itália também possuem movimentos nesse sentido, estabelecendo políticas regulamentadas sobre a presença de mulheres nos conselhos (cotas).

Austrália, Islândia, Alemanha e África do Sul possuem movimentos para aumentar a presença das mulheres nos conselhos, embora não compulsórios. Nesse prisma, a presença modesta das mulheres nos CAs das empresas brasileiras motivou a criação de um projeto de lei que prevê o estabelecimento de cotas gradativas para mulheres até 2022. Pelo projeto, as empresas teriam de atingir a participação feminina de 10% em 2016, 20% em 2018, 30% em 2020 e 40% em 2022. Apesar de não aprovado, tal projeto sinaliza a preocupação com a diversidade nos cargos de alta gestão.

Em pesquisa recente o IBGC (2013) salienta que “As primeiras leis que reservaram cotas para mulheres em conselhos abrangeram empresas estatais ou controladas pelo poder público”. Israel foi a primeira experiência, em 1993, sendo que desde então outras leis semelhantes foram adotadas em outras partes do mundo, a exemplo da África do Sul (1996), Irlanda (2004), Finlândia (2004), Islândia (2006), Suíça (2006) e Dinamarca (2009), como aponta um estudo publicado pelo Banco Mundial em 2011 (Pande & Ford, 2011). Para o IBGC (2007, p.15-16):

A adoção do sistema de cotas para a presença de mulheres nos conselhos teve um efeito positivo, no que diz respeito tão somente à análise numérica. Verifica-se que os países que optaram por esse tipo de regulação realmente aumentaram o percentual de mulheres ocupando posições nos conselhos, mesmo que a regulação não fosse vinculada a uma lei, mas, por vezes em contratos ou em códigos de governança do tipo *comply-or-explain*.

Entretanto, o estabelecimento de cotas pode ter efeitos contraproducentes, como explicitado no *Private Sector Opinion 21* do *Global Corporate Governance Forum (GCGF)*. As cotas podem ajudar a aumentar o número de mulheres, mas são realmente efetivas? Ajudam a promover a igualdade de gêneros e a efetividade do conselho de administração? Os efeitos colaterais podem vir sob a forma de esvaziamento da gestão, com diretoras sendo conduzidas

aos conselhos para o cumprimento das cotas ou um acúmulo excessivo de conselhos pelas mulheres capacitadas a atuarem como conselheiras.

Em relação ao tempo de mandato, em média os conselheiros ocupam as cadeiras dos conselhos por dois anos. Considerando o FR2014, mais da metade das empresas (167 delas, ou 53%) fixa um mandato de no máximo dois anos, seguido de 95 empresas que possuem mandato máximo de um ano, sendo que todas que se pronunciaram a respeito permitem a reeleição do membro por mandato igual ao anterior. De forma comparativa, em 2009, o cenário era diferente. Menos da metade das empresas (121 empresas, ou 38% delas) fixava um mandato de no máximo dois anos no período, seguido de 98 empresas que possuíam mandato máximo de um ano. Outro dado importante diz respeito ao fato de que, em 2009, três empresas (Agrenco, Banco do Brasil e BRB Banco de Brasília) possuíam mandatos indeterminados para todos os membros efetivos do conselho de administração. Esse número caiu para uma empresa em 2010 e 2011 (Agrenco) e para zero em 2012 e 2013.

Ainda considerando o FR2014, destaca-se que 55 empresas (17%) não seguem as recomendações do IBGC a respeito do tempo máximo de dois anos de mandato, sendo que as empresas que possuem o maior tempo de mandato são a Vale e a MMX Mineração, permitindo que o membro perdure por até quatro anos na cadeira, podendo se reeleger por igual tempo. Em 2009, 80 empresas (27% da amostra) não seguiam as recomendações do IBGC acerca do tempo máximo de dois anos de mandato, sendo que a empresa com maior período era a BR Malls Participações, sinalizando uma maior convergência da prática de mercado com as recomendações do IBGC.

Embora no Brasil praticamente não exista a prática de eleição por parte de funcionários e outros *stakeholders*, é possível haver previsão de participação no conselho de representantes dos empregados no estatuto da empresa. Nesse cenário, os conselheiros são escolhidos pelo voto funcionários, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem (lei nº 6.404/1976, art. 140, parágrafo único, com a redação dada pela lei nº 10.303/2001). A Casan (Companhia Catarinense de Águas e Saneamento) é uma das empresas que merece destaque nesse sentido, haja vista que possui e mantém conselheiros eleitos pelos funcionários. Todavia, cerca de 75% dos conselheiros da empresa são indicados pelo controlador, sugerindo que, no Brasil, praticamente não existe a prática de eleição por parte de funcionários e outros *stakeholders*.

As reuniões entre os membros do conselho costumam ocorrer, em média, seis vezes por ano. 48 empresas (20% das 239 que informaram a frequência de suas reuniões) se reúnem, ordinariamente, ao menos uma vez por mês. A maioria dessas (124) se reúne trimestralmente. O destaque fica com a empresa Sofisa, dado que é a que mais convoca reuniões ordinárias – 24 por ano –, não seguindo a recomendação de no máximo uma reunião por mês sob a alegação de que o excesso de reuniões pode comprometer a efetividade dos trabalhos da diretoria (IBGC, 2010, p. 51).

Das 315 empresas analisadas no período de 2009, 267 divulgaram informações acerca de mecanismos formais de avaliação de seus conselhos (85%). No caso de 2010, o nível de *disclosure* sobre o assunto se manteve na faixa dos 85% (das 335 empresas analisadas, 288 divulgaram informações sobre o assunto). O nível de *disclosure* para essa informação continuou subindo levemente com o passar do tempo. Em 2011, 86% das firmas divulgaram informações sobre esse tema, sendo que, em 2012 e 2013, esse nível subiu para 88%.

Apenas 24% das firmas (64) que divulgaram informações sobre o assunto informaram possuir algum mecanismo formal de avaliação em 2009. Essa proporção subiu para 27% (91 firmas) em 2010, para 36% em 2011 e 2012 e 2013 (102, 100 e 101 firmas respectivamente). Desse modo, em média, 32% das empresas que divulgam alguma informação sobre o assunto informam possuir algum mecanismo formal de avaliação de seus conselhos de administração. Ao admitir que as empresas que não divulgam quaisquer informações sobre esse aspecto não possuem mecanismos formais de avaliação, esse número cai para 28%.

Conger et al. (2001) consideram que essa questão é controversa, especialmente quando o assunto é a avaliação ou não de cada conselheiro individualmente, uma vez que o foco individual pode comprometer o caráter de grupo do Conselho de Administração, além da dificuldade de se determinar o responsável pela avaliação individual de cada conselheiro e do estabelecimento de critérios de avaliação individual abrangentes o suficiente para analisar um conjunto diferente de competências. Os autores ainda salientam que o obstáculo mais preponderante à avaliação do Conselho de administração é o fato de que apenas o próprio conselho pode executá-la. “Contudo, quando se implementam processos adequados, a autoavaliação não se confunde com avaliação em proveito próprio” (Conger *et al.*, 2001, p.108-109).

Em relação ao comitê de auditoria, do total de empresas analisadas ano a ano, 190 suprimiram esta informação em 2009, 194 em 2010, 179 em 2011, 170 em 2012 e 169 em 2013, sugerindo que não possuem comitê de auditoria instalado, o que representa respectivamente 60%, 58%, 54%, 54% e 52% do total da amostra estratificada por ano. Do restante, 65% informaram que possuíam comitê de auditoria instalado em 2009 (81 firmas das 125 que divulgaram informações a respeito), 67% em 2010 (94 das 141 firmas), 69% em 2011 (102 das 149 firmas), 71% em 2012 (103 das 145) e 72% em 2013 (113 das 156 empresas), sinalizando uma tendência de crescimento constante de instalações de comitê de auditoria no Brasil. Nesse sentido, de forma geral, 69% das empresas que divulgaram a informação sobre seus comitês de auditoria possuíam tal estrutura instalada. Todavia, considerando que as omissões de informação implicam ausência do órgão, esse número cai para 30%.

As empresas que emitem ADRs devem obrigatoriamente manter um comitê com estas características ou incorporá-las ao conselho fiscal, conhecido como “conselho fiscal turbinado”. O Grupo Pão de Açúcar e a Ultrapar são exemplos de empresas que emitem ADRs e que, incorporaram suas atividades do comitê de auditoria ao conselho fiscal.

Considerando os FRs de 2014, referentes a 2013, as empresas, em média, possuem seus comitês de auditoria instalados há cerca de seis anos e a empresa que possui comitê de auditoria há mais tempo é a Souza Cruz (33 anos). A Vale informou que possui um comitê que se assemelha ao comitê de auditoria – o comitê de Controladoria – porém, para efeito desta pesquisa, outros comitês não foram considerados como comitê de auditoria, independente de suas funções.

4.1.1.2 Perfil dos Conselheiros de Administração

O perfil dos conselheiros no Brasil é variado, desde a idade até suas experiências. Conforme demonstrado na Tabela 2, a média de idade dos conselheiros de administração no Brasil é de 56 anos. Esse número não variou significativamente ao longo dos anos, motivo que pode ser explicado pela presença cada vez mais comum de conselheiros mais jovens do que a média nos CAs das empresas. A Construtora Adolpho Lindenberg S.A. é a empresa que possui o conselho mais velho (86,5 anos de idade, em média) e a empresa com o conselho de administração composto por pessoas mais jovens, em média, é a Livraria Saraiva (34,8 anos).

Tabela 2
Estatística descritiva acerca da faixa etária dos conselheiros

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Idade Mínima	1560	41,6186	9,3632	21	84
Idade Média	1560	55,9806	7,0543	33,75	86,5
Idade Máxima	1560	70,5186	9,1504	36	94

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando o FR2014, o conselheiro mais novo possui 22 anos (Rumo Logística) e o mais velho 92 anos (Rodobens Negócios Imobiliários). O IBGC (2010, p. 33) considera que a idade tem relevância relativa no processo de monitoramento da gestão, haja vista que o que deve prevalecer, segundo o órgão, é a efetiva contribuição do conselheiro para o conselho e para a organização.

Visto por este prisma, pode-se dizer que todos os atributos dos conselheiros podem ser relativos, tais como nível de educação, gênero e até mesmo a idade. Contudo, o que se deve destacar é a necessidade de se caracterizar a devida experiência que um conselheiro pode transferir para a organização. Isso demanda identificar a relação entre a idade dos conselheiros e a performance da firma, a fim de desmistificar quaisquer julgamentos sem a utilização de estudos prévios como base. Brugni (2012a) demonstrou que a idade, por si só, não representa uma variável consistente para avaliar a experiência do conselho. Entretanto, o fator experiência, quando construído com base em diversas características, incluindo idade média do conselho, é relevante para explicar o desempenho das firmas, especialmente no que tange os aspectos relacionados à participação de membros em outros conselhos, “[...] sugerindo que membros com mais vivência em outros conselhos paralelos podem ser enxergados no mercado como sendo mais efetivos no monitoramento da gestão dessas empresas” (Brugni, 2012a, p.76).

Nesse mesmo sentido, outro grau de experiência subjacente medido foi a participação dos membros em outros conselhos, de forma concomitante. Para o IBGC (2010, p. 34) “a participação de um conselheiro vai além da presença nas reuniões do conselho e da leitura da documentação prévia”. Todavia, dependendo da quantidade de conselhos que um membro participa de forma paralela, é possível que o objetivo primordial do conselheiro seja afetado em função do tempo despendido pelo membro para cada conselho.

Destarte, o tempo dedicado às atividades de conselheiro foi avaliado por intermédio da participação destes em outros conselhos. 39,25% dos membros do CA no Brasil participam de mais de um conselho de administração, considerando o FR2014. Desses, mais da metade (68,88%) participa de três conselhos ou mais. Essa é uma tendência que vem crescendo ao longo dos anos, visto que em 2009, apenas 35,8% dos conselheiros participavam de mais de um conselho de administração ao mesmo tempo, com 66,62% participando de três ou mais conselhos. A evolução desse fenômeno ao longo do tempo pode ser melhor visualizada por intermédio da Figura 10 seguinte.

Figura 10. Evolução da participação dos membros do CA em outros conselhos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Menos de um terço das empresas (22%) mantém seus conselhos compostos integralmente de conselheiros que não participam de outros conselhos, 35,6% das empresas possuem mais da metade dos seus conselheiros sendo participantes de dois ou mais conselhos e 21,6% possuem mais da metade do seu quadro composto por conselheiros que participam de três ou mais conselhos, sendo que, em 2009, esses números eram 25,4% e 14,6%, respectivamente.

Outro ponto relevante está relacionado ao grau de instrução dos membros que compõem o CA. É mister ressaltar que o código de melhores práticas de governança corporativa do Brasil não faz nenhuma menção em termos de qualificação dos seus conselheiros, em nível de escolaridade. Diante disso, diversos aspectos a respeito foram observados neste estudo, permitindo responder também a alguns questionamentos acerca da influência de aspectos de formação dos membros sobre a qualidade das informações contábeis no cenário brasileiro.

Sete características sobre esse contexto foram avaliadas – representadas na Tabela 3 –, permitindo identificar o perfil dos conselheiros de administração do Brasil em termos de qualificação, bem como sua evolução qualitativa ao longo dos anos.

Tabela 3
Estatística descritiva sobre a qualificação dos Conselheiros de Administração

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Pós-graduação <i>Lato Sensu</i>	1607	1,5735	1,7893	0	11
Mestrado <i>Stricto Sensu</i>	1607	0,7511	1,1758	0	7
Doutorado	1607	0,2813	0,6258	0	4
Treinamento Executivo	1607	0,2732	0,6318	0	6
Não formados em Adm/Cont/Econ.	1607	3,2427	2,047	0	13
Formação em Adm/Cont/Econ.	1607	3,4928	2,3242	0	13
Formação em Ciências Contábeis	1607	0,4119	0,7639	0	7

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando o FR2014, cerca de 24,43% dos conselheiros possuem pós-graduação *lato sensu*. Em outras palavras, para cada oito conselheiros aproximadamente dois possuem especialização, em média. Embora 67,5% das empresas possuam ao menos um conselheiro especialista em seu quadro, a quantidade de profissionais com esta titulação pode ser considerada baixa diante da ampla oferta de cursos no país e da facilidade de acesso a este tipo de especialização, além de que cursos dessa natureza não possuem necessidade de autorização, reconhecimento e renovação por parte do Ministério da Educação e Cultura (MEC) (Resolução CNE/CES nº1, 2007).

Aliado a isso, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa preconiza que os conselheiros possuam conhecimentos específicos em contabilidade e finanças. Embora isso não aconteça em mais da metade dos casos (pelo menos considerando que os títulos possuídos sejam uma boa *proxy* para medir conhecimentos específicos), o número de conselheiros com titulação de especialista tem aumentado ao longo dos anos, haja vista que, em 2009, 21% dos conselheiros possuíam tal titulação, aumentando essa proporção para 22%, 23% e 24%, respectivamente, para os anos de 2010, 2011 e 2012. Nessa mesma vertente, há que se destacar o fato de que uma

especialização nessa área poderia dirimir eventuais necessidades básicas requeridas pelo IBGC em termos de conhecimento e experiência para a função de conselheiro de administração.

Ao considerar graus de instrução maiores, a quantidade de conselheiros com estes requisitos diminui. 51% das empresas não possuem conselheiros com titulação de mestrado (167 empresas, do total de 323 analisadas em 2013). Diversas podem ser as razões para isso. Brugni (2012a) aponta, dentre outras possíveis razões, que uma delas pode ser referente às características dos cursos de mestrado no Brasil. Santos (2003) destaca que o nível de exigência dos cursos de mestrado no Brasil é maior do que em países mais desenvolvidos, como Estados Unidos e França, e que “[...] os critérios de avaliação dos alunos de mestrados têm um rigor muito semelhante ao da avaliação dos doutorados” aqui no Brasil (Santos, 2003, p. 637). Sem entrar nesse mérito¹³, o fato é que, dos 2.227 conselheiros avaliados, apenas 282 deles possuem titulação de mestrado *stricto sensu*, sendo que 47% das empresas possuem seu quadro com, ao menos, um membro com título de mestre.

Quando a titulação sobe para doutorado a proporção é ainda menor, configurando uma realidade ainda distante dos conselhos de administração. Apenas 4,5% dos conselheiros do Brasil possuem titulação de doutor. Isso pode ser explicado também pela quantidade de programas de doutorado no Brasil, que ainda é restrita em relação aos demais cursos oferecidos, além de, por natureza, formar menos profissionais do que os outros tipos de curso.

Os destaques em termos de mestrado ficam com o BIC Banco Industrial e Comercial e a Encorpar – Empresa Nacional de Comércio Crédito e Participações S/A. Ambas possuem 67% do seu quadro composto por mestres. Já a Mahle Metal Leve S.A., possui 60% do seu quadro ocupado por doutores, sendo a empresa que proporcionalmente possui mais conselheiros com essa titulação no país. Em linhas gerais, pode-se dizer que um terço das empresas possui ao menos um conselheiro com título de mestre e 31% das empresas possuem, ao menos, um membro com título de doutor.

O último resultado trienal da CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Ensino Superior) revelou, após uma análise de 5.082 cursos de pós-graduação incluindo mestrado e doutorado, que a oferta de pós-graduação no país aumentou em 23% entre 2010 e 2012. Esse

¹³ Para mais detalhes, vide “*The University in Ruins*” de autoria de Bill Readings (1996).

aumento pode ser corroborado pela evolução do nível de especialização dos membros dos conselhos entre os períodos de 2009 e 2013, destacado na Figura 11.

Figura 11. Evolução da qualificação dos membros do Conselho de Administração.
Fonte: Dados da pesquisa.

Mantendo a premissa de que determinada titulação mantida pelos membros pode interferir na qualidade das informações contábeis divulgadas ao mercado de capitais, analisou-se também a quantidade de conselheiros que possuem algum tipo de treinamento executivo em seus currículos. Pelo fato de este tipo de qualificação ser específico e voltado para o mercado e de ter seus custos previstos no orçamento do conselho de administração (IBGC, 2010, p. 43), é possível que determinados tipos especialização possam apresentar relação com a propriedade dos números divulgados pelas firmas no país.

Nesse sentido, cerca de 20,4% das firmas brasileiras possuem ao menos um conselheiro com treinamento executivo em sua bagagem, um número que pode ser considerado baixo em face da especificidade deste tipo de curso, das suas influências para o bom desempenho das atividades de conselheiro, além de sua previsão orçamentária. Do total de conselheiros, 3,9% possuem algum tipo de treinamento executivo (86 membros), sinalizando que este ainda é um cenário diferenciado no mercado, assim como o de conselhos com membros que possuem títulos de doutor.

Conforme já comentado, na visão do IBGC (2010, p. 32), além da experiência em gestão, o conselheiro precisa possuir conhecimentos de finanças e de contabilidade. Nesse sentido, as áreas de formação dos conselheiros também foram avaliadas. Os resultados apontam para um balanceamento entre conselheiros que possuem qualquer tipo de formação em contabilidade, administração e/ou economia e os que não possuem formação nessas áreas, também considerando o FR mais novo analisado (1.195 conselheiros possuem formação básica em uma ou mais de uma dessas áreas, contra 1.032 conselheiros que não possuem formação básica nas áreas mencionadas).

Formações distintas das supramencionadas podem ser importantes, pois, competências diferenciadas possibilitam uma ampla troca de experiência em setores diferenciados (Brugni, 2012a; Almeida, 2011, p. 59).

Em função da necessidade de se ter profissionais que saibam ler e interpretar demonstrativos contábeis nos conselhos, segundo o próprio IBGC (2010, p. 33), analisou-se também a presença de conselheiros com formação básica em Ciências Contábeis. Cerca de 33% das empresas possuem ao menos um contabilista no seu quadro de conselheiros, o que pode ser considerado um baixo percentual em face das necessidades já comentadas. A Cetip é a empresa que possui a maior quantidade de conselheiros formados na área, tanto em termos proporcionais (64% dos seus membros possuem tal formação), quanto em termos absolutos (representados por sete membros, dos 11).

Acompanhando o movimento das pós-graduações, é interessante registrar que essa proporção, além dos números absolutos, vem aumentando ao longo do tempo, embora ainda de forma modesta. Em 2009, eram 97 membros com formação em contabilidade, dos 2.023 membros analisados, representando cerca de 4,8% da amostra. Esse número evoluiu para 6,83% em 2013, conforme demonstrado na Figura 12 seguinte.

Figura 12. Presença de contadores nos conselhos de administração brasileiros.
Fonte: Dados da pesquisa.

Já a Tabela 4 apresenta outras características individuais dos conselheiros, tais como características de independência, relações familiares e comerciais no conselho, dedicação de tempo a outros conselhos etc.

Tabela 4
Estatística descritiva sobre outras características individuais dos conselheiros de administração

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Membros Independentes	1606	1,2727	1,5914	0	9
Membros Não Diretores	1578	5,9518	2,8071	0	21
Membros com relação Familiar/Comercial	1598	0,6809	0,4663	0	1
Presidente do Conselho e Diretor	1589	0,7388	0,4394	0	1
Membros Indicados pelo controlador	1577	5,0469	3,0345	0	18
Membros que participam de 2 conselhos simultaneamente	1607	2,6752	2,5286	0	15
Membros que participam de 3 ou mais conselhos simultaneamente	1607	1,868	2,1783	0	15

Fonte: Dados da pesquisa.

A independência dos conselheiros foi analisada com base em três *proxies* distintas, haja vista que o conceito de independência é subjetivo e pode, dependendo do caso, deixar dúvidas na medida em que essa característica não é suficientemente representada apenas por uma variável.

De outro modo, considera-se independência como sendo a tendência ao não relacionamento entre membros do conselho de administração ou entre membros do CA e membros da diretoria, ou, ainda, entre membros do conselho de administração e membros-chave em negócios com partes relacionadas ou firmas de setores estratégicos para o negócio que não fazem parte de um controle comum, por exemplo, além das diversas características que representam independência segundo o IBGC.

Nesse contexto, em termos de atuação independente, é possível afirmar que apenas 21,37% dos conselheiros são autointitulados independentes e 42% das empresas brasileiras não possuem sequer um conselheiro independente no quadro de membros (136 empresas), considerando como base os FRs de 2014. Por este motivo, é possível afirmar também que a maioria das empresas (90%) não segue a recomendação do IBGC de manter o conselho com maioria de membros independentes. Apenas 33 empresas seguem esta recomendação, com destaque para a Le Lis Blanc e a IdeiasNet, que possuem 100% dos seus conselheiros autointitulados independentes e a Gafisa S.A., que mantém 86% do seu quadro de membros de forma independente.

Apesar de cerca de 75% dos conselheiros serem eleitos pelos controladores e embora as empresas não sigam a recomendação do IBGC quanto à independência dos conselheiros, pelo menos quando se considera que a auto intitulação é uma boa *proxy* para medir independência, a maioria massiva das empresas mantém seus conselhos compostos por grande parte de conselheiros externos segundo conceito do próprio IBGC, ou seja, sem vínculo atual com as respectivas empresas. Por outro lado, a literatura aponta que o aumento da participação de externos nos conselhos, per si, não implica melhoria dos mecanismos de governança, especialmente em países com alta concentração de propriedade, como é o caso do Brasil (Park & Shin, 2004).

Apenas cinco firmas apresentam 100% do seu quadro composto por conselheiros atuantes também em cargos de direção: a Gazola S/A Indústria Metalúrgica, a Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A, a IGB Eletrônica S/A, o Banco do Brasil S/A e a Ideiasnet S/A. Em 2013, cerca de 35% das empresas possuíam todo o corpo de conselheiros não aliados a atividades gerenciais da empresa e cerca de 96% do total das empresas possuíam a maioria de conselheiros externos. Interessante notar que a evolução dessa característica ao longo do tempo demonstra que os conselhos de administração têm involuído nesse aspecto, visto que esses números eram de 41% e 97%, respectivamente, em 2009.

Outra *proxy* de independência analisada foi a presença de relações familiares e comerciais entre membros do CA e entre membros do CA e outros membros de diretoria da mesma empresa e de empresas diferentes, além dessas relações entre membros do CA com membros do CA de empresas estrategicamente posicionadas no mercado, a exemplo de empresas credoras.

Destarte, identifica-se que a maioria (cerca de 70%) das empresas possui conselheiros com alguma relação familiar ou comercial com outros conselheiros da mesma empresa, do mesmo grupo econômico ou com empresas relacionadas. Um exemplo interessante é o da Petrobrás, que possuía em seu quadro um conselheiro que era então presidente do BNDES, credor da instituição. Por outro lado, em relação a 2009, essa situação melhorou, haja vista que à época dois conselheiros da firma eram presidentes de dois bancos credores da instituição (BNDES e Santander). Nesse sentido, cabe destacar que, em 2015, a empresa passou por profundas transformações em seu conselho de administração. Todavia, essa relação entre BNDES (credor) e Petrobrás acontece pelo fato de que o banco possui participação suficiente que lhe garante o direito a uma cadeira no conselho de administração da empresa.

Para além disso, a maior parte das empresas mantém seus conselhos com presidentes que não ocupam cadeira de diretor da empresa simultaneamente (82%, aproximadamente), seguindo a recomendação do IBGC (2010, p. 35) de evitar o acúmulo de funções de presidente do conselho e diretor de uma mesma empresa “para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão”. Interessante ressaltar que esse índice vem aumentando ao longo dos anos, sinalizando para melhor qualidade dos conselhos em termos de independência, conforme demonstrado na Figura 13 seguinte.

Figura 13. Proporção de conselheiros não diretores.

Fonte: Dados da pesquisa.

A participação de um conselheiro de administração em outros CAs também é uma *proxy* importante no contexto, uma vez que é de se esperar menos tempo despendido para análise das demonstrações a serem divulgadas quando os membros possuem agendas em diversos outros conselhos. De acordo com o IBGC (2010, p. 34) “a participação de um conselheiro vai além da presença nas reuniões do conselho e da leitura da documentação prévia” e, portanto, sua participação em muitos outros conselhos pode minar o objetivo das empresas.

Desse modo, o tempo dedicado às atividades de conselheiro foi avaliado por intermédio da participação do conselheiro em outros conselhos. Considerando os FRs de 2014, pode-se considerar que 39,25% dos conselheiros no Brasil participam de mais de um conselho de administração. Desses, mais da metade (68,88%) participa de três conselhos ou mais.

Apenas 22% das empresas mantêm seus conselhos compostos integralmente por membros que não participam de outros conselhos, sendo que 31,58% das empresas possuem mais da metade dos seus conselheiros sendo participantes de dois conselhos simultaneamente, 17% possuem mais da metade do seu quadro composto por conselheiros que participam de três ou mais conselhos simultaneamente e cerca de 22% não possuem nenhum membro participante de outro conselho de forma simultânea.

4.1.1.3 Remuneração dos Conselheiros de Administração

Remuneração dos conselheiros de administração é um assunto recorrente quando o tema é Governança Corporativa. No recorte da pesquisa em tela, acredita-se que a remuneração dos

conselheiros pode exercer influência indireta – na forma de incentivos ao gerenciamento de resultados, por exemplo – nas propriedades das informações contábeis divulgadas no mercado.

A remuneração média anual de um conselheiro no Brasil é da ordem de R\$314.835,53, dos quais 68% representam remuneração fixa e os outros 32% remuneração variável. Embora a proporção geral entre remuneração fixa e variável não tenha se modificado significativamente, é mister ressaltar que a remuneração média dos conselheiros tem crescido sustentavelmente acima da inflação média ao longo dos anos, representando um crescimento de 94% de 2009 para 2010, 20%, 14% e um decréscimo de 8%, respectivamente, para os períodos seguintes, conforme demonstrado na Figura 14.

Figura 14. Remuneração média dos conselheiros de administração.
Fonte: Dados da pesquisa.

A empresa que melhor remunera seus conselheiros é o Bradesco, seguido do Itaú Unibanco, segundo dados da ComDinheiro®. Em 2009, existia uma supremacia do setor bancário e de investimentos quando do pagamento de seus conselheiros, haja vista que das 12 empresas que melhor remuneraram seus conselheiros de forma fixa, cinco eram do setor. Em 2013, esse número caiu para três, sendo que em termos de remuneração variável, das dez empresas que mais remuneraram por esta modalidade, apenas duas (GP investimentos e Itaú S.A.) eram deste segmento em 2009 e também em 2013 (Bradesco e Itaú Unibanco).

Ainda segundo dados divulgados pela plataforma ComDinheiro®, apenas 20 empresas remuneraram seus conselheiros na forma de participação nos lucros; um número que pode ser considerado baixo, embora consistente ao longo dos anos. Na medida em que apenas a Dufry

Brasil informou remuneração referente a benefício pós-emprego e a All América Latina referente a cessação de cargo em 2009, em 2013 o número de empresas pulou para 14 e duas, respectivamente, sinalizando que esse tipo de remuneração ainda é incomum nas empresas e tende a não sinalizar pouca ou nenhuma influência na propriedade das informações divulgadas no mercado.

Assim como os planos de participação nos lucros, em 2013 a remuneração com base em *stock options* também se mostrou pouco comum entre as empresas estudadas. Somente 27 delas utilizam esta forma de remuneração para seus conselheiros segundo a base de dados ComDinheiro®, representando pouco mais de 8% das empresas, sendo que, em 2009, esse número era de 14 empresas, representando menos de 4,5% da amostra para o período.

4.1.2 Os Conselhos Fiscais no Brasil

O Conselho Fiscal é considerado como sendo parte integrante do Sistema de Governança Corporativa no Brasil. É o CF que possui como principal responsabilidade a fiscalização dos atos dos administradores, além de verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, agregando valor aos sócios na medida em que fornece monitoramento independente de influência do controlador da companhia.

Dadas as configurações dos CFs na prática, é possível considerar que existem indícios de complementaridade entre o conselho fiscal e o comitê de auditoria, conforme explícito pelo instituto de comitê de auditoria da KPMG (Ito & Donaggio, 2010). Desse modo, pode-se dizer que a existência do comitê de auditoria não implica na impossibilidade de instalação do conselho fiscal (IBGC, 2010, p. 45). A própria postura do IBGC quanto às atribuições dos dois órgãos deixa nas entrelinhas a sensação de que existem funções que podem ser exercidas por ambos os órgãos – a julgar pela possibilidade de ambos poderem verificar demonstrações financeiras e definir políticas contábeis da empresa (Brugni, 2012a).

Ao considerar que o conselho fiscal é uma peculiaridade do Brasil (exigência da Lei das SAs, art.161), justifica-se a postura da CVM e da SEC de reconhecerem ambos os órgãos como sendo equivalentes e complementares, permitindo até que o conselho fiscal possa ser considerado um comitê de auditoria na visão da SEC (PWC, 2007, p. 16) desde que, para empresas que possuam capital na bolsa americana, tais empresas observem as disposições da seção 301 da Sarbanes-Oxley Act, como é o caso da Vale. No contexto de estrutura de propriedade no Brasil – controle concentrado e conflitos entre controlador e minoritário –, a existência dos dois órgãos é

importante, visto que, apesar de o conselho fiscal monitorar as atividades de diretores e auditores, o comitê de auditoria além de fiscalizar estes departamentos, também é responsável por fornecer suporte ao conselho de administração em diversos assuntos (Ito & Donaggio, 2010). A PriceWaterHouseCoopers, uma das principais firmas de auditoria e consultoria do mundo, apresenta um ponto importante no que diz respeito a esse contexto:

Os conselhos fiscais atuando como comitês de auditoria, em nossa perspectiva, ainda necessitam de esclarecimento quanto às principais atribuições com base nas melhores práticas de atuação de comitês de auditoria no mundo e nos aspectos da legislação societária brasileira. Portanto, [...] comitê de auditoria [...] significa um comitê (ou órgão equivalente) criado no âmbito do Conselho de Administração para atuar em nome deste no processo de supervisão (PWC, 2007, p. 5).

Essa é uma das principais diferenças entre os comitês de auditoria e os conselhos fiscais: o primeiro atua em nome do conselho de administração no processo de supervisão e o segundo atua na supervisão em apoio aos acionistas.

Desse modo, ressalta-se que uma parte relevante do universo do problema de pesquisa está contido na análise dos conselhos de administração e fiscal das empresas, fazendo com que o comitê de auditoria esteja fora do escopo e dos limites desse estudo, não obstante seja tão importante quanto os outros órgãos. Feita essa consideração, destaca-se que as subseções seguintes têm por objetivo descrever os dados coletados sobre os Conselhos Fiscais, além de discuti-los sob a ótica da evolução das características ao longo dos últimos cinco anos e, quando pertinente, compará-los com estruturas de outros países em mesmo nível de desenvolvimento ou superior.

Diversas características, tanto estruturais quanto de composição e remuneração, foram modificadas ao longo dos últimos anos. Para refletir tal assertiva de forma detalhada, as discussões foram divididas em três blocos: i) estrutura dos conselhos fiscais; ii) perfil dos membros do CF; e iii) remuneração dos membros do CF.

4.1.2.1 Estrutura dos Conselhos Fiscais

A Tabela 5 seguinte sumariza as informações acerca da estrutura dos conselhos fiscais no país, considerando as informações para o período de 2009 a 2013, referente aos formulários de referência de 2010 a 2014.

Tabela 5
Estatística descritiva sobre a estrutura dos Conselhos Fiscais no Brasil

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Quantidade de conselheiros efetivos	458	3,9127	1,1015	1	9
Quantidade de conselheiros suplentes	459	3,5752	1,3284	0	9
Quantidade de homens no conselho	459	3,5948	1,1044	1	8
Quantidade de mulheres no conselho	459	0,3551	0,6392	0	5
Avaliação Formal do CF	46	0,1957	0,4011	0	1
CF Permanente	510	-	-	-	-
CF Não Permanente	616	-	-	-	-
Ausência de CF	398	-	-	-	-
Tempo de CF instalado (permanente) *	75	262,8944	364,8365	13,750	1823,250
Frequência de Reuniões do CF	37	8,7568	3,9819	0	1
Mandato	347	1,0375	0,2551	1	3

* Considerou-se o FR2014 como fonte, em termos mensais, com base em dezembro de 2015.

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim como o CA, o conselho fiscal é um mecanismo de governança corporativa responsável pelo monitoramento das atividades de executivos e até das demonstrações contábeis elaboradas pelas firmas. Mais da metade das empresas brasileiras (cerca de 80%) possuem conselho fiscal instalado (considerando os FRs de 2014) e, na visão do IBGC, estes devem ser responsáveis pela verificação, no mínimo trimestral, dos balanços elaborados pelas empresas.

Para o referido instituto, o conselho fiscal é parte integrante da governança corporativa no Brasil, e esta pode ser permanente ou não permanente. Na prática, 99 empresas (31,6%) possuem conselho fiscal permanente instalado, 150 estão com um conselho fiscal não permanente em funcionamento, 64 não possuem conselho instalado no momento e 12 foram omissas quanto a essa informação.

Figura 15. Evolução da estrutura dos conselhos fiscais nos últimos cinco anos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Desconsiderando o ano de 2009, o qual tende a apresentar inconsistências nessa característica (talvez em função de ser o primeiro ano de divulgação obrigatória), não houve modificações expressivas na estrutura de instalação dos Conselhos fiscais ao longo dos últimos anos. Contudo, é interessante notar que a maioria das empresas possui conselho fiscal não permanente em detrimento do conselho fiscal permanente. Essa possibilidade só se configurou no Brasil após a lei nº 6.404/76, que facultou o funcionamento do conselho fiscal em não permanente, diferentemente da legislação anterior (a lei nº 2.627/40) que dispunha acerca da obrigatoriedade da existência do conselho fiscal em caráter permanente.

Em outras palavras, hoje o conselho fiscal é obrigatório em todas as empresas regidas pela lei nº 6.404/76. Todavia, sua instalação não necessariamente será permanente. Desse modo, quando não definida sua permanência em estatuto, tal órgão deverá ser instalado na assembleia geral a pedido dos acionistas com funcionamento até a próxima assembleia. Uma vez instalado o CF, os ordinaristas e preferencialistas podem eleger um membro representante, cada.

Segundo o artigo 161, §1º, da lei nº 6.404/76, o conselho fiscal deverá ser composto, no mínimo, por três membros efetivos, podendo possuir em sua estrutura até cinco membros (no caso dos suplentes, o número é o mesmo). Nesse sentido, destaca-se que as empresas brasileiras possuem, em média, cerca de quatro membros efetivos em seus conselhos de administração (FR2014). Das 91 empresas analisadas em 2013, seis desrespeitaram a legislação sobre o tema: a CPFL Energias Renováveis com dois membros em sua estrutura; a Santos Brasil e o Mercantil

do Brasil, com seis membros cada um; o Banco Banrisul e a Cia de Transmissão de Energia Elétrica de São Paulo, com sete membros cada; e o BRB Banco de Brasília, com nove membros.

Já a quantidade de conselheiros suplentes no conselho fiscal é levemente menor quando comparada com a quantidade de conselheiros fiscais efetivos, sendo que todas as empresas que possuem conselho fiscal permanente mantêm em seu quadro ao menos um conselheiro desta natureza. O IBGC (2007, p.29) entende que esse profissional é relevante principalmente em caso de renúncia, impedimento ou ausência injustificada a duas reuniões consecutivas. O órgão supramencionado sugere, nesses casos, que o membro do conselho fiscal seja substituído, até o término do mandato, pelo respectivo suplente. No caso de renúncia ou impedimento do membro suplente, é possível se convocar assembleia geral dos acionistas para indicar novo membro do conselho fiscal e respectivo suplente.

A presença das mulheres nos conselhos fiscais brasileiros ainda é modesta. Mais da metade das empresas não possui sequer uma mulher no conselho fiscal. Todavia, ao considerar o FR2014, é possível destacar que a presença delas é maior no CF do que no CA, haja vista que neste a proporção é de 7% do total de membros e naquele é de 10%. Das 91 empresas analisadas em 2013, 29 possuem ao menos uma mulher em sua estrutura, sendo que dessas 29 empresas, 24 mantêm apenas uma mulher como membro. A média geral da amostra é de 0,35 mulheres por empresa, o que implica dizer que a cada três empresas analisadas, uma mulher pode ser observada em suas estruturas.

A diversidade de gênero é uma temática que vem sendo discutida ao longo do tempo e é considerada como sendo fonte de contribuições subjetivas ao bom funcionamento dos mecanismos de governança corporativa. O IBGC (2011, p.15) entende que a diversidade de conhecimentos e perfis é crucial para o bom desempenho no conselho. A despeito das questões relacionadas às cotas para mulheres nos conselhos, já discutida em seções anteriores, é possível identificar benefícios da diversidade nesses órgãos, mesmo que indiretamente, para as firmas, seja em termos de desempenho financeiro, seja em termos de melhoria de controles e tomada de decisão (vide Erhardt, Webel & Shrader, 2003; Konrad, Kramer & Erkut, 2008, p. 145-164; Adams & Ferreira, 2009; Post & Byron, 2015).

Mecanismos formais de avaliação dos conselhos fiscais ou não são práticas comuns nas empresas que os possuem ou não são propriamente divulgadas, uma vez que das 511 empresas (observações) analisadas ao longo dos últimos cinco anos (99 no FR 2014) apenas 46 (oito)

informaram se possuem ou não avaliação de seus membros, conforme demonstrado na Tabela 5. Em 2013, das oito empresas que informaram acerca de tal característica, apenas uma possuía avaliação formal de seus conselheiros fiscais, sugerindo incipiência em termos de qualidade na atuação independente desses órgãos no país, embora seja um mecanismo em funcionamento desde a década de 1940.

Em termos de tempo de funcionamento do órgão, a análise dos FRs de 2014 permite compreender que, das 75 empresas que possuem conselho fiscal permanente, o tempo médio de funcionamento desses órgãos nessas empresas é de cerca de 22 anos, sendo que a Petrobrás é a empresa que possui conselho fiscal instalado há mais tempo, desde 1956.

A frequência das reuniões dos CFs também não é uma informação divulgada de forma consistente. Apesar do viés da pequena amostra, conforme demonstrado na Tabela 5 anterior, a média de reuniões anuais dos CFs brasileiros é de quase nove vezes por ano; um trimestre a mais do que a média de reuniões do conselho de administração.

O mandato dos membros do conselho fiscal é de um ano para praticamente todas as empresas da amostra, sinalizando preocupação dos órgãos com a independência desse mecanismo de governança, principalmente quando analisada a evolução dessa característica ao longo dos anos. Em 2009, uma empresa tinha mandato de quatro anos para seus membros, três empresas possuíam mandato de três anos e outra empresa possuía mandato de dois anos para seus membros. Em 2010, essa situação se modificou para duas empresas com mandato de três anos e uma empresa com mandato de dois anos. Desde 2011, todas as empresas possuem mandatos de um ano para seus conselheiros fiscais.

Comparativamente às informações divulgadas acerca dos conselhos de administração, as informações de estrutura de funcionamento dos conselhos fiscais deixam a desejar tanto em termos de qualidade, quanto em termos de quantidade. Em um ambiente no qual, em tese, as informações deveriam ser relevantes para os acionistas minoritários, cuja disponibilidade de informação é, via de regra, menor, faltam dados sobre a estrutura de funcionamento desses órgãos, de modo que a avaliação da qualidade do funcionamento dos CFs se torna praticamente inviável.

4.1.2.2 Perfil dos Conselheiros Fiscais

O perfil dos conselheiros fiscais não é muito diferente do perfil dos conselheiros de administração no Brasil.

Tabela 6
Estatística descritiva acerca da faixa etária dos conselheiros fiscais

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Idade Mínima	459	42,9368	10,2707	24	74
Idade Média	459	54,4139	7,4742	34	71
Idade Máxima	459	65,4227	8,0595	38	85

Fonte: Dados da pesquisa.

Na medida em que a idade média dos conselheiros de administração nacionais é de 56 anos, a dos conselheiros fiscais é de 54. Considerando o FR2014, o conselheiro fiscal mais novo possui 27 anos (Brasil Agro) e o mais velho 80 (Cia Celg Participações). Órgãos regulamentadores e academia entendem que a idade exerce influência positiva na efetividade das entregas dos conselheiros para as empresas, a exemplo de Sonza e Kloeckner (2014). Os autores demonstram a tendência de que a idade dos conselheiros influencia positivamente a eficiência das empresas, de forma consoante com Adams (2009), que argumenta que conselheiros mais novos tendem a ser menos influentes em suas decisões no conselho, interagindo menos com os *CEOs* e, consequentemente, dificultando a troca de informações, contribuindo negativamente com a eficiência geral dos processos. Contudo, há que se ponderar tal visão com a interpretação do IBGC (2010, p.33), que considera a idade como um fator de importância relativa no processo de monitoramento da gestão, haja vista que o que deve prevalecer, segundo o órgão, é a efetiva contribuição do conselheiro para o conselho e para a organização.

Conforme já comentado, analisar quaisquer que sejam as variáveis por esse prisma pode sugerir que todos os atributos dos conselheiros, analisados de forma isolada, são relativos, tais como nível de educação, gênero e até mesmo a idade. Todavia, o que se deve destacar é a necessidade de se caracterizar a devida experiência que um conselheiro pode transferir para a organização, o que exige compreender a idade como parte de um constructo maior, assim como qualquer outra variável estudada. É nesse sentido que a pesquisa em tela se desenvolve ao usar análise fatorial como ferramenta base para elaborar constructos que representem de forma mais fiel um conjunto maior de informações acerca das estruturas de governança e, a partir deles, identificar as relações entre governança e propriedades da informação contábil divulgada no mercado.

Nesse mesmo sentido, outro grau de experiência subjacente medido foi a participação dos membros em outros conselhos, de forma concomitante. O IBGC (2010, p. 34) entende que a participação efetiva de um membro do conselho não se resume à reuniões e leitura de documentação prévia. Entretanto, dependendo da quantidade de conselhos que um membro participa de forma paralela, é possível que o objetivo primordial do conselheiro seja afetado em função do tempo despendido pelo membro para cada conselho.

Nesse contexto, o tempo dedicado às atividades de conselheiro fiscal foi avaliado por intermédio da participação do conselheiro em outros conselhos. Apenas 16 conselheiros fiscais participam de outros conselhos fiscais de forma paralela no Brasil (três ou mais conselhos), considerando o FR2014, representando menos de 5% dos conselheiros fiscais do país. Ao longo dos anos, essa característica não variou de forma significativa.

Outro ponto relevante analisado está ligado ao grau de instrução dos membros que compõem o CF. Faz-se necessário destacar que o código de melhores práticas de governança corporativa do Brasil não faz nenhuma menção em termos de qualificação dos seus conselheiros, do ponto de vista do nível de escolaridade. Diante disso, diversos aspectos nesse sentido foram observados neste estudo, permitindo responder também a alguns questionamentos acerca da influência de aspectos de formação dos membros do CF sobre a qualidade das informações contábeis no cenário brasileiro.

Sete características sobre esse contexto foram avaliadas – representadas na Tabela 7 –, permitindo identificar o perfil dos conselheiros fiscais do Brasil em termos de qualificação, bem como sua evolução qualitativa ao longo dos anos.

Tabela 7
Estatística descritiva sobre a qualificação dos Conselheiros Fiscais brasileiros

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Pós-graduação <i>Lato Sensu</i>	459	0,6187	0,86700668	0	4
Mestrado <i>Stricto Sensu</i>	459	0,1830	0,4399	0	3
Doutorado	459	0,0479	0,2139	0	1
Treinamento Executivo	459	0,0153	0,1393	0	2
Não formados em Adm/Cont/Econ.	459	1,3486	1,2151	0	7
Formação em Adm/Cont/Econ.	459	2,5664	1,1920	0	6
Formação em Ciencias Contábeis	459	1,0893	0,9101	0	4

Fonte: Dados da pesquisa.

A quantidade de membros com pós-graduação nos conselhos fiscais é ainda menor quando comparados aos membros do CA. Apenas 15% dos conselheiros fiscais possuem tal título, considerando o FR2014. Em outras palavras, para cada 15 conselheiros aproximadamente um possui especialização, em média. Na medida em que 67,5% das empresas possuem ao menos um conselheiro de administração especialista em seu quadro, 63% das empresas não possuem sequer um membro com pós-graduação no conselho fiscal, o que pode ser considerado baixo frente às ofertas de cursos dessa natureza e às necessidades de conhecimentos específicos, tais como finanças e contabilidade.

Quando graus de instrução maiores são analisados, identifica-se que a quantidade de conselheiros fiscais com estes requisitos diminui ainda mais, de forma parecida com o que acontece nos conselhos de administração. 79% das empresas não possuem conselheiros com titulação de mestrado (72 empresas, do total de 91 analisadas em 2013). Diversas podem ser as razões para isso, conforme já discutido na seção 4.1.1.2 anterior. Assim como ocorre nos conselhos de administração, quando a titulação sobe para doutorado, a proporção de membros com essas características no conselho fiscal é ainda menor, configurando uma realidade distante nesse ambiente. Embora exista tendência de crescimento, apenas 2% dos conselheiros fiscais do Brasil possuem titulação de doutor. Isso pode ser explicado também pela quantidade de programas de doutorado no Brasil, que ainda é restrita em relação aos demais cursos oferecidos, além de, por natureza, formar menos profissionais do que os outros tipos de curso.

Figura 16. Evolução da proporção de doutores nos conselhos fiscais brasileiros.
Fonte: Dados da pesquisa.

O perfil do conselheiro fiscal brasileiro também demonstra que treinamentos executivos não são comuns para esse tipo de profissional. Por outro lado, cerca de 65% dos conselheiros fiscais do país possuem alguma formação em administração, economia e/ou contabilidade. Formações distintas das supramencionadas podem ser importantes, pois competências diferenciadas possibilitam uma ampla troca de experiência em setores diferenciados (Brugni, 2012a; Almeida, 2011, p. 59). Por outro lado, conhecimentos de administração, finanças e contabilidade são recomendados pelo IBGC (2010, p.32).

Em função da necessidade de se ter profissionais que saibam ler e interpretar demonstrativos contábeis nos conselhos fiscais, analisou-se também a presença de conselheiros com alguma formação em Ciências Contábeis. Diferentemente dos resultados encontrados nos conselhos de administração a esse respeito (33%), cerca de 68% das empresas possuem, ao menos, um contabilista no seu quadro de conselheiros, percentual que pode ser considerado regular em face das necessidades já comentadas. A Braskem é a empresa que possui a maior quantidade de conselheiros formados na área, tanto em termos proporcionais (80% dos seus membros possuem tal formação), quanto em termos absolutos (representados por quatro membros, dos cinco).

Figura 17. Contabilistas nos conselhos fiscais brasileiros.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 8 seguinte apresenta outras características individuais dos membros do conselho fiscal, tais como características de independência, relações familiares e comerciais no conselho, dedicação de tempo a outros conselhos etc.

Tabela 8
Estatística descritiva sobre outras características individuais dos conselheiros fiscais

CARACTERÍSTICA	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Membros Não Diretores	459	3,9041	1,1193	1	9
Membros com relação Familiar/Comercial	373	0,1796	0,3844	0	1
Membros Indicados pelo Controlador	459	2,6667	1,2149	0	9
Membros Indicados pelo Ordinarista	459	0,7821	0,9254	0	5
Membros Indicados pelo Preferencialista	459	0,4946	0,5699	0	3
Membros que participam de 3 ou mais conselhos simultaneamente	409	0,1834	0,58	0	4

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim como nas análises dos conselhos de administração, a independência dos conselheiros fiscais foi verificada com base em três *proxies* distintas, haja vista que o conceito de independência é subjetivo e pode, dependendo do caso, deixar dúvidas na medida em que essa característica não é suficientemente representada apenas por uma variável. De outro modo, considera-se independência como sendo a tendência ao não relacionamento entre membros do conselho fiscal ou entre membros do conselho fiscal e membros da diretoria, ou ainda, entre membros do conselho fiscal e membros-chave em negócios com partes relacionadas ou firmas de setores estratégicos para o negócio que não fazem parte de um controle comum, por exemplo, além das diversas características que representam independência segundo o IBGC.

Assim, em termos de independência na atuação dos membros do conselho fiscal, não foram identificados conselheiros autointitulados independentes. Por outro lado, entende-se esse cenário na medida em que 100% dos conselheiros são externos, sinalizando que as empresas tendem a seguir a essência de representação dos acionistas como sendo papel do CF. Aliado a isso, 17,7% das empresas possuem ao menos um conselheiro com relações comerciais e/ou familiares com membros da diretoria ou partes relacionadas, sinalizando níveis menores de independência de seus CFs em relação às outras empresas da amostra.

67% dos conselheiros fiscais brasileiros são eleitos pelos seus respectivos controladores, 21% são eleitos pelos acionistas ordinários e 12% pelos preferencialistas, em consonância com o disposto no artigo 161 da Lei das Sociedades por Ações. Segundo o referido artigo, § 4º, item a), “os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de

eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente” e “os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes” (item b).

Para além disso, todas as empresas mantêm seus conselhos com presidentes que não ocupam cadeira de diretor da empresa simultaneamente, evitando o acúmulo de funções de presidente do conselho e diretor de uma mesma empresa, mantendo a independência integral do órgão em relação à gestão das firmas, também em consonância com a legislação pertinente.

A participação de um conselheiro fiscal em outros CFs também é uma *proxy* importante no contexto, uma vez que é de se esperar menos tempo despendido para análise das demonstrações a serem divulgadas quando os membros possuem agendas em diversos outros conselhos. De acordo com o IBGC (2010, p. 34), “a participação de um conselheiro vai além da presença nas reuniões do conselho e da leitura da documentação prévia” e, portanto, sua participação em muitos outros conselhos pode minar o objetivo das empresas.

Assim como nas análises dos CAs, o tempo dedicado às atividades de conselheiro fiscal foi avaliado por intermédio da participação do conselheiro em outros conselhos. Considerando os FRs de 2014, pode-se considerar que 3,8% dos conselheiros no Brasil participam de três ou mais conselhos fiscais ao mesmo tempo.

4.1.2.3 Remuneração dos Conselheiros Fiscais

Considerando o recorte desta pesquisa, acredita-se que a remuneração dos conselheiros fiscais, assim como dos conselheiros de administração, pode exercer influência indireta – na forma de incentivos ao gerenciamento de resultados, por exemplo – nas propriedades das informações contábeis divulgadas no mercado.

A remuneração média anual de um conselheiro fiscal no Brasil é praticamente igual à remuneração média de um conselheiro de administração – na ordem de R\$307.875,34, dos quais 99,19% representam remuneração fixa e 0,81% remuneração variável. A evolução da remuneração média anual se encontra detalhada na Figura 18 seguinte.

Figura 18. Remuneração média dos conselheiros fiscais brasileiros.

Fonte: Dados da pesquisa.

A empresa que melhor remunera seus conselheiros fiscais é a Vale, seguida da Ambev, segundo dados da ComDinheiro[®]. Ambas as empresas figuraram entre as que melhor remuneraram seus conselheiros fiscais nos últimos cinco anos, sendo que a remuneração média de um conselheiro fiscal dessas empresas era da ordem de trezentos mil reais por ano, com destaque para o salto ocorrido em 2013, quando tal remuneração passou para mais de um milhão de reais por ano.

Ainda segundo dados divulgados pela plataforma ComDinheiro[®], nenhuma das empresas analisadas divulgou remuneração na forma de participação nos lucros ou na forma de benefícios pós-emprego, cessação de cargo ou baseada em ações, embora seis delas informem que remuneraram seus conselheiros fiscais por algum meio de remuneração variável.

4.2 Críticas acerca da qualidade dos Formulários de Referência

Na visão da CVM, o Formulário de Referência constitui a principal fonte de informação acerca das companhias abertas brasileiras e estrangeiras registradas no referido órgão. De acordo com o artigo 24 da Instrução CVM nº 480/09, o FR é um documento eletrônico enviado anualmente pelas empresas até cinco meses contados da data de encerramento de seus exercícios sociais (CVM, 2009, art. 24, §1º).

Discussões acerca da qualidade das divulgações por parte das empresas no Brasil são recorrentes. É possível identificar diversos trabalhos na literatura tratando do *disclosure* das firmas, tanto do ponto de vista quantitativo quanto qualitativo, embora de forma menos frequente neste último caso.

Trabalhos relacionados especificamente ao formulário de referência são incomuns. Todavia, é possível encontrar *papers* que estudam partes do documento, a exemplo de Aragão e Cavalcante (2014) e de Souza (2011). Para os autores, o índice de Legibilidade Flesch indica que a interpretação dos FRs é muito difícil (Souza, 2011, p.10), além de serem de baixa qualidade (Aragão & Cavalcante, 2014).

Em seu artigo 24, a instrução CVM nº 480/09 dispõe que as empresas registradas na categoria A (basicamente aquelas que autorizam a negociação de quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados pela CVM, incluindo ações) devem atualizar as informações do formulário, em até 7 dias úteis, contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos (CVM, 2009, art. 24, §1º; CVM, 2014; CVM, 2015):

I – alteração de administrador ou membro do conselho fiscal do emissor;

II – alteração do capital social;

III – emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente;

IV – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos;

V – alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias que os levem a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor;

VI – quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, direta ou indiretamente, ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração;

VII – REVOGADO pela Instrução CVM no 568/15

VIII – incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor;

IX – alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas;

X – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor;

XI – decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial; e

XII – comunicação, pelo emissor, da alteração do auditor independente nos termos da regulamentação específica.

É exatamente sob esses incisos, principalmente o I, V e VI, que a crítica desta seção se concentra. Na medida em que existem obrigações de atualizações de formulários já divulgados, tais como as dos incisos supramencionados, entende-se que estas deveriam ser retrospectivas, principalmente nos casos de erros. Contudo, não é o que se observa em uma quantidade significativa de formulários.

A maioria das empresas mantém mais de cinco versões de atualização por ano, fazendo com que as republicações dos formulários seja uma constante. Diante desse cenário, observa-se que algumas modificações, principalmente aquelas relacionadas aos incisos já mencionados, distorcem o conteúdo informacional do documento. Destaca-se que as empresas costumam atualizar os formulários com informações correntes, pós período de referência, quando deveriam, em comprometimento com a qualidade histórica da informação, prezar pelo espaço temporal o qual os formulários se propõem a divulgar. Outrossim, esse tipo de atualização e republicação prospectiva tende a prejudicar a comparabilidade das informações, haja vista que em um mesmo formulário passam a existir informações de dois ou mais períodos de reporte.

Exemplos disso são empresas que divulgam a criação de conselho fiscal em 2013, no formulário de referência de 2013, quando deveria divulgar no formulário de referência do ano seguinte. Em consulta a versões anteriores (inativas) do mesmo documento exemplificativo, observa-se que não há menção a tal modificação estrutural, ratificando a questão das atualizações prospectivas e suas influências na qualidade das informações divulgadas quanto à comparabilidade e à perda de informação histórica.

Entende-se que este tipo de atualização “intermediária” deveria ser divulgada por meio de fato relevante, e não na forma de atualização de formulário de referência de períodos anteriores, conforme a instrução CVM poderia indicar; uma vez que os eventos relevantes do período

corrente devem, além de ser evidenciados em outros meios de divulgação, também devem ser divulgados nos FRs do ano subsequente.

Outro ponto interessante de ser destacado é que a instrução CVM 480/09, em seu anexo 24, fornece uma descrição, detalhada em 45 páginas, dos pontos necessários para divulgação por parte das empresas. Todavia, é mister ressaltar que, dos 22 itens e diversos subitens elencados no decorrer das 45 páginas, uma quantidade considerável de tópicos já são cobertos por outras fontes de informação, a exemplo dos dados constantes no item 3, que detalham as informações contidas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), além de diversos outros tópicos que possuem interseções com as notas explicativas das empresas, a exemplo do item 4, que trata dos fatores de risco que por ventura possam influenciar nas decisões de investimento.

Embora discussões acerca da qualidade dos Formulários de Referência não sejam objeto principal do estudo, entende-se que é um tópico relevante de ser tratado, na medida em que interfere indiretamente na qualidade dos dados estudados tanto na pesquisa em tela quanto em todas as pesquisas relacionadas, principalmente, à governança corporativa das firmas.

4.3 Resultados da Análise Fatorial

Realizada a análise descritiva dos dados, o uso da Análise Fatorial emerge no sentido de identificar constructos subjacentes às características dos conselhos de administração e fiscal no sentido de resumir as informações e permitir uma melhor compreensão das principais características desses órgãos no Brasil.

Para Hair et al. (2009, p. 98), “[...] a análise fatorial fornece ao pesquisador uma compreensão clara sobre quais variáveis podem atuar juntas e quantas variáveis podem realmente ser consideradas como tendo impacto na análise”¹⁴. Nesse sentido, o uso desta técnica foi empregado por duas razões: identificar quais são as principais características dos conselhos que explicam a maior parte da variância dos dados e, por conseguinte, para a criação de um conjunto novo de variáveis, não correlacionadas entre si e representando a maior parte dos dados originais, que possam ser testadas por via de regressão múltipla de diversas naturezas quando

¹⁴ “[...] factor analysis provides the researcher with a clear understanding of which variables may act in concern on how many variables may actually be expected to have impact in the analysis”.

dos testes realizados sobre a influência dessas estruturas na propriedade dos números contábeis no Brasil.

Cabe ressaltar que premissas estatísticas como as de normalidade, linearidade e homocedasticidade não são necessariamente premissas invioláveis para essa técnica, sendo apenas questões a serem observadas com cautela em função da possibilidade de redução da correlação entre as variáveis originais (Hair et al., 2009, p. 101). Além disso, é sabido que a influência de *outliers* no enviesamento da distribuição é relevante (Fávero, Belfiore & Nélío, 2007).

Ord (1996) avalia que existem duas grandes questões quando o assunto é *outlier*: i) como encontra-los; e ii) o que fazer com eles. Assim, utilizou-se o algoritmo BACON – um método robusto para detecção de múltiplos *outliers* que produz resultados similares a métodos como MVE, MCD, LMS e o método de Hadi (1994), com desempenho computacional mais eficiente (Billor, Hadi & Velleman, 2000, p.283) – para identificar *outliers* de forma multivariada. Assim, examinou-se as observações no sentido de identificar grandes desvios, de modo que suas exclusões permitissem que as análises pudessem ser as mais isentas possíveis de desvios nas estimativas das covariâncias e das correlações.

Além da avaliação de possíveis *outliers* na amostra, diversas outras condições foram consideradas para que a aplicação da análise fatorial fosse viável, a exemplo das correlações existentes entre variáveis do estudo; características das variáveis, tais como quantidade, suas propriedades de medida e suas adequações à técnica; e o tamanho necessário da amostra.

Para além disso, objetivou-se identificar se a aplicação da AF seria mais eficiente de forma empilhada (*pooled*) ou em *cross-sections*, sendo uma para cada ano. Para isso, identificou-se a variância dos dados empilhados e, pelo fato de a variação *within* se mostrar maior do que a variação *between* para todas as variáveis de interesse, o uso da AF em *cross-sections* foi justificado. Em seguida, foram realizados dois testes de adequação da técnica para cada período da amostra estudada: o teste de esfericidade de Bartlett e a estatística Kaiser-Meyer-Olkin (KMO).

Segundo a literatura existente sobre o assunto, é recomendável e desejável que as correlações identificadas entre as variáveis utilizadas na AF sejam significantes. Na visão de Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009, p. 236), o pesquisador precisa garantir valores de correlação

suficientes para justificar a aplicação da AF. Nesse prisma, as Tabelas 9 e 10 evidenciam essas correlações, para as variáveis do CA e do CF.

Tabela 9

*Matriz de correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2014**[‡]

[illegible]

	itreinexec	canonadm	caadm	cacont	caindep	caindep2	cacontrol	ibusy	ibusy2	rfix13	rvar13	rpartluc13
itreinexec	1											
canonadm		1										
caadm		-0,9544	1									
cacont		-0,1569	0,1476	1								
caindep		-0,1787	0,1969		1							
caindep2	-0,1093				0,1857	1						
cacontrol					-0,3396	0,2921	1					
ibusy	0,1767				0,1492			1				
ibusy2	0,1999				0,1148			0,854	1			
rfix13		-0,1188			0,1891					1		
rvar13										0,208	1	
rpluc13											0,4952	1
rbenposemp13								0,1547	0,1588	0,1568	0,3832	0,2313
rbencescar13											0,1773	0,1534
racoes13					0,1505					0,1462	0,5807	
	rbenposemp13	rbencescar13	racoes13									
rbenposemp13	1											
rbencescar13		1										
racoes13			1									

Fonte: Dados da pesquisa.

* Por apresentarem comportamentos semelhantes, as matrizes dos períodos anteriores são apresentadas no Apêndice A.

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

Tabela 10

*Matriz de correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2014**[‡]

[illegible]

rbencescarcf13												
racoescf13												
	itreinexec	cfnonadm	cfadm	cfcont	cfindep	cfindep2	cfcontrol	cfon	cfpn	ibusy	ibusy2	rfixcf13
itreinexec	.											
cfnonadm		1										
cfadm		-1	1									
cfcont		-0,4277	0,4277	1								
cfindep					.							
cfindep2						.						
cfcontrol							1					
cfon		-0,2166	0,2166				-0,841	1				
cfpn		0,4794	-0,4794					-0,4294	1			
ibusy										1		
ibusy2										0,9922	1	
rfixcf13												1
rvarcf13									0,2216			-0,6149
rplucf13												
rbemposempcf13												
rbencescarcf13												
racoescf13												
	rvarcf13	rpartlucf13	rbemposempcf13	rbencescarcf13	racoescf13							
rvarcf09	1											
rplucf09		.										
rbemposempcf09			.									
rbencescarcf09				.								
racoescf09					.							

Fonte: Dados da pesquisa.

* Por apresentarem comportamentos semelhantes, as matrizes dos períodos anteriores são apresentadas no Apêndice B.

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

4.3.1 Teste de Esfericidade de Bartlett e a estatística Kaiser-Meyer-Olkin como justificativas para o uso adequado da Análise Fatorial

O objetivo do teste de esfericidade de Bartlett é testar a hipótese nula de que a matriz de correlação da população é uma matriz identidade. Em outras palavras, o teste verifica se as variáveis não são correlacionadas na população, sugerindo, portanto, que a análise fatorial não é apropriada. Seu resultado apresentou um *p-value* de 0,000 para todo o período da amostra referente ao CA, indicando rejeição da hipótese nula e adequação da AF para as variáveis testadas. O mesmo não ocorreu com a amostra referente ao CF, possivelmente em função da determinante da matriz ser zero e da quantidade de zeros na amostra, além da ausência quase total de correlações significantes.

O resultado do teste foi alto e acima de 0,70 para todo o período (base CA, sendo que a base CF também não apresentou resultados consistentes para o teste), indicando que as variáveis compartilham fatores comuns. Para muitos autores, seu resultado deve ser maior do que 0,5 para que a análise fatorial seja adequada, a exemplo de Fávero *et al.* (2009, p. 242) e Hair et al. (2009, p. 102). Outro resultado que corrobora com os testes são as comunalidades superiores a 0,60 para as variáveis significantes e correlações parciais muito baixas entre as variáveis.

Em face dos testes realizados, parece razoável afirmar que a aplicação da AF é adequada, que as variáveis originais são correlacionadas e que as variáveis hipotéticas compartilham ao menos um fator comum que explica sua variância. As Tabelas 11 e 12 resumizam os resultados comentados.

Tabela 11
Medidas de adequação da Análise Fatorial para dados dos CAs

Teste de Esfericidade de Bartlett para o CA	FR2010	FR2011	FR2012	FR2013	FR2014
Chi²	2069,546	2570,029	2983,516	3112,447	3181,994
Graus de Liberdade	210	210	210	210	210
p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
H0: variáveis não são intercorrelacionadas					
Medida de Adequação da amostra Kaiser-Meyer-Olkin para o CA					
KMO	0,729	0,713	0,711	0,742	0,754

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 12
Medidas de adequação da Análise Fatorial para dados dos CFs

Teste de Esfericidade de Bartlett para o CF	FR2010	FR2011	FR2012	FR2013	FR2014
Chi ²	-	271,195	-	-	-
Graus de Liberdade	120	120	120	120	120
p-valor	-	0.000	-	-	-
H0: variáveis não são intercorrelacionadas					

Medida de Adequação da amostra Kaiser-Meyer-Olkin para o CF					
KMO	-	-	-	-	-

Fonte: Dados da pesquisa.

4.3.2 Operacionalização da Análise Fatorial

Dado que os testes de adequação da técnica de Análise Fatorial sinalizaram para a possibilidade de seu uso tanto para as variáveis utilizadas no estudo quanto para sua amostra, dois outros passos foram executados para dar continuidade aos objetivos do trabalho: i) a identificação do método de extração dos fatores; e ii) a escolha do critério que seleciona o número de fatores para explicar a estrutura subjacente dos dados.

Três são os estágios executados na análise fatorial. Nesse sentido, a primeira etapa consiste em determinar as cargas de cada fator e, para isso, existem diversos métodos para extração dos fatores, cujos três principais são: o método da máxima verossimilhança, o método dos fatores comuns e o método de componentes principais. Diferença conceitual importante entre o método de fatores comuns e de componentes principais está na variância considerada para a extração dos fatores. No caso de fatores subjacentes extraídos pelo método de fatores comuns, a variância considerada para a construção dos fatores é a variância comum, diferente dos fatores construídos por intermédio do método de componentes principais, cuja variância considerada para a extração dos fatores é a variância total. Embora o uso de qualquer dos três métodos produza resultados semelhantes, o método da máxima verossimilhança, diferentemente dos outros métodos, permite que se faça testes de hipótese para determinar os níveis de adequação do modelo.

Diversos são os debates acerca de qual método de extração de fatores é mais apropriado¹⁵, porém, uma quantidade significativa de estudos empíricos aponta para resultados similares em muitas situações, principalmente quando muitas comunalidades do modelo excedem 0,60¹⁶ ou quando muitas variáveis são incluídas na AF (Hair et al., 2009, p. 106). Nesse sentido, o método de extração de fatores escolhido foi o de fatores comuns, por se aproximar melhor do problema de pesquisa.

Nesse mesmo caminho, utilizou-se o critério da raiz latente no sentido de selecionar o número de fatores a serem extraídos. Além de ser o critério mais utilizado para essa finalidade, também produz resultados confiáveis quando o número de variáveis está entre 20 e 50 (HAIR et al., 2009, p. 107). Por esse critério, os fatores que apresentarem autovalores superiores a 1,00 são os mais representativos para explicar a variância dos dados e, no mínimo, o fator deve explicar a variância de pelo menos uma variável utilizada no modelo (Fávero et al., 2009, p. 243, HAIR, 2009, p. 107).

A partir desse entendimento, as correlações existentes entre p variáveis observáveis acerca dos conselhos de administração $\{V_i\}_{i=1,\dots,p}$ podem ser explicadas por r variáveis latentes $\{F_i\}_{i=1,\dots,p}$, no qual r é menor que p , de forma que:

$$V = QF + U$$

Em que:

$V = (V_1, \dots, V_p)$ é o vetor de variáveis observadas nos conselhos de administração;

$F = (F_1, \dots, F_r)$ é o vetor de fatores extraídos das variáveis $(V_1, \dots, V_p)$ é o vetor de variáveis observadas nos conselhos de administração;

$Q = (q_{i,j})$ é a matriz de cargas fatoriais $p \times r$ que representam a quantidade que a variável observável é explicada pelo fator, no qual q^2 representa a variância de p explicada por r .

¹⁵ Para mais detalhes, vide Mulaik (1978), Snook e Gorsuch (1989) e Gorsuch (1990).

¹⁶ Esse foi o caso do trabalho em tela, para todo o período.

$U = (U_1, \dots, U_p)$ assemelha-se ao termo do erro em uma regressão múltipla e representa o vetor com variância específica.

Diante desse contexto, é sabido que a análise fatorial produz um número incontável de soluções alternativas, de modo que um segundo passo se fez necessário: rotacionar as cargas fatoriais significantes. O objetivo de rotacionar os dados é facilitar a compreensão dos resultados. Conforme sugere o próprio nome, rotaciona-se os eixos de referência em torno da origem para que uma posição adequada seja alcançada e os resultados sejam representados de forma mais clara.

Foi escolhido o método de rotação ortogonal ao oblíquo pelo fato de os “[...] procedimentos analíticos para rotações oblíquas não [serem] tão bem desenvolvidos e ainda [estarem] sujeitos a ponderações consideráveis”¹⁷ (Hair et al., 2009, p. 113). O método rotacional utilizado foi o varimax, haja vista que é o método ortogonal mais aconselhável em comparação ao quartimax (Hair et al., 2009) e é o que mais se aproxima dos objetivos da pesquisa, visto que tende a diminuir o número de variáveis com altas cargas em um único fator, simplificando a interpretação (Fávero et al., 2009, p. 244).

O terceiro passo consiste no desenvolvimento de índices, baseados nos fatores subjacentes construídos, de modo a tornar possível a análise de associações entre as características dos conselhos de administração e fiscal e as propriedades dos números contábeis no Brasil.

A criação de fatores ortogonais a partir das variáveis explicativas tende a corrigir problemas de multicolinearidade potencialmente existentes entre as variáveis da amostra (Fávero, 2015). Embora essa técnica acarrete em perda de uma parcela da variância dos dados, entende-se que isso não gera resultados negativos relevantes para a pesquisa, uma vez que o expurgo da variância comum entre características não significativas para explicar o fenômeno das propriedades da informação contábil no Brasil é condição *sine qua non* para que o modelo se configure como sendo o mais parcimonioso possível. Essa etapa é discutida nas seções 3.3.2 e 4.3.3.

¹⁷ “...the analytical procedures for performing oblique rotations are not as well developed and are still subject to some controversy”.

4.3.3 Conselhos de administração sob a ótica da Análise Fatorial

Após a execução da Análise Fatorial para cada período, cinco variáveis subjacentes foram consideradas para os FRs de 2010 a 2014, de acordo com o critério raiz latente de extração de fatores. Os resultados estão sumarizados na Figura 19 e Tabela 13. Adicionalmente, dois fatores, para além dos fatores com *eigenvalues* acima de 1, foram mantidos em cada ano por serem relevantes na literatura sobre o tema e por representarem características significantes para o modelo (cargas fatoriais acima de 0,50), embora não possuíssem capacidade de explicação da variância total fortes o suficiente em comparação com os fatores extraídos de acordo com o critério de raiz latente.

Para o FR2014, o resultado de extração de variáveis subjacentes, segundo o critério de raiz latente, sugere que cinco fatores explicam cerca de 80% da variância dos dados compostos por 25 variáveis que exprimem características dos conselhos de administração no país. Cada fator compartilha mais de uma característica – o que é normal na AF, visto que em um estudo exploratório no qual muitas variáveis são incluídas no modelo, a correlação entre as variáveis tende a ser alta – e apresenta de forma clara uma visão preliminar das principais características dos conselhos de administração.

Nomear os fatores de acordo com os resultados da AF nem sempre é uma tarefa exequível, haja vista que a variância e a correlação entre as variáveis podem resultar em combinação de características que nem sempre são caracterizáveis facilmente. Todavia, no contexto da amostra analisada, os fatores com *eigenvalues* acima de 1 podem ser assim visivelmente classificados, conforme Figura 20 ao final desta seção.

Menos da metade das variáveis da base de dados analisada (40% delas) explicam a maioria da variância dos dados, e a remuneração dos gestores, juntamente com o nível de dedicação dos conselheiros, se mostrou de grande importância para explicar quase metade de toda essa variância (considerando a soma dos fatores 1 e 2). O nível de dedicação dos conselheiros ao conselho, ou o tempo dedicado a outros conselhos por parte do conselheiro, se portou como sendo a principal característica por ser a que explica a maior parte da variância dos dados analisados no período. Representada pelo Fator 1, essa característica explicou cerca de 20% da variância.

FR2010					FR2011				
Fatores	<i>Eigenvalues</i>	Diferença	Proporção	Acumulado	Fatores	<i>Eigenvalues</i>	Diferença	Proporção	Acumulado
Fator 1	1,72183	0,12093	0,1674	0,1674	Fator 1	2,09959	0,29416	0,2262	0,2262
Fator 2	1,60091	0,18657	0,1556	0,323	Fator 2	1,80543	0,19647	0,1945	0,4207
Fator 3	1,41434	0,00768	0,1375	0,4605	Fator 3	1,60896	0,19236	0,1733	0,594
Fator 4	1,40666	0,18415	0,1368	0,5973	Fator 4	1,41659	0,26646	0,1526	0,7466
Fator 5	1,22251	0,36081	0,1189	0,7161	Fator 5	1,15013	0,43542	0,1239	0,8705
Fator 6	0,8617	0,03114	0,0838	0,7999	Fator 6	0,71471	0,08538	0,077	0,9475
Fator 7	0,83056	0,14812	0,0807	0,8807	Fator 7	0,62933	0,28036	0,0427	0,9902

FR2012					FR2013				
Fatores	<i>Eigenvalues</i>	Diferença	Proporção	Acumulado	Fatores	<i>Eigenvalues</i>	Diferença	Proporção	Acumulado
Fator 1	1,88104	0,08558	0,2045	0,2045	Fator 1	2,0034	0,176	0,2232	0,2232
Fator 2	1,79545	0,44668	0,1952	0,3996	Fator 2	1,82741	0,25002	0,2036	0,4268
Fator 3	1,34877	0,09142	0,1466	0,5462	Fator 3	1,57738	0,23587	0,1758	0,6026
Fator 4	1,25735	0,15529	0,1367	0,6829	Fator 4	1,34151	0,14213	0,1495	0,752
Fator 5	1,10206	0,28563	0,1198	0,8027	Fator 5	1,19938	0,5041	0,1336	0,8857
Fator 6	0,81643	0,08945	0,0887	0,8914	Fator 6	0,69528	0,14484	0,0775	0,9631
Fator 7	0,72699	0,05606	0,079	0,9705	Fator 7	0,55045	0,06444	0,0264	0,9895

FR2014				
Fatores	<i>Eigenvalues</i>	Diferença	Proporção	Acumulado
Fator 1	1,90604	0,24867	0,1995	0,1995
Fator 2	1,65737	0,05047	0,1735	0,3729
Fator 3	1,6069	0,29156	0,1682	0,5411
Fator 4	1,31534	0,12599	0,1377	0,6788
Fator 5	1,18935	0,22409	0,1245	0,8032
Fator 6	0,96526	0,04721	0,101	0,9043
Fator 7	0,91805	0,44779	0,0946	0,9989

Figura 19. Fatores extraídos pelo critério de Raiz Latente para dados dos CAs.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Tabela 13
*Cargas fatorias rotacionadas e variância específica (FR2014) **

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	Fator 6	Fator 7	Singul.	Comun.
freqreu								0,6901	0,3099
qcons								0,5819	0,4181
qconss								0,5932	0,4068
qmulh								0,7012	0,2988
mandato								0,8066	0,1934
idademin			0,844					0,2638	0,7362
idademax				0,8219				0,2919	0,7081
idademed			0,6711	0,6417				0,1146	0,8854
ipos					0,6341			0,5471	0,4529
imdm							0,5722	0,578	0,422
imdd							0,5793	0,6201	0,3799
itreinexec								0,7615	0,2385
caadm					0,6299			0,5398	0,4602
cacont								0,8079	0,1921
caindep						0,618		0,5771	0,4229
caindep2								0,7841	0,2159
cacontrol						-0,5217		0,6579	0,3421
ibusy	0,9021							0,1767	0,8233
ibusy2	0,9017							0,1805	0,8195
rfix13								0,644	0,356
rvar13		0,8703						0,2207	0,7793
rpluc13		0,5545						0,5724	0,4276
rbenposemp13								0,6071	0,3929
rbencescar13								0,7619	0,2381
racoel13		0,5069						0,4696	0,5304

Nota: As lacunas das tabelas representam cargas fatorias abaixo de (0,50) e os destaques representam fatores com *eigenvalues* acima de 1,00. Freqreu = frequência das reuniões; qcons = quantidade de conselheiros efetivos; qconss = quantidade de conselheiros suplentes; qmulh = quantidade de mulheres no conselho; ipos = proporção de conselheiros com pós *lato sensu*; imdm = proporção de conselheiros mestres; imdd = proporção de conselheiros doutores; itreinexec = proporção de conselheiros que fizeram treinamento executivo; caadm = proporção de membros com formação básica em administração, contabilidade e/ou economia; cacont = proporção de conselheiros com formação básica em contabilidade; caindep = proporção de conselheiros independentes; caindep2 = proporção de membros que não fazem parte da diretoria executiva da empresa; cacontrol = proporção de membros indicados pelo controlador; ibusy = proporção de membros que participam de dois conselhos; ibusy2 = proporção de membros que participam de três ou mais conselhos; rfix = logaritmo da remuneração fixa proporcional aos membros; rvar = logaritmo da remuneração variável proporcional aos membros; rpluc = logaritmo da remuneração com base na participação nos lucros, proporcional aos membros; rposemp = logaritmo da remuneração baseada em benefícios pós-emprego proporcional aos membros; rcescargo = logaritmo da remuneração baseada em cessação de cargo proporcional aos membros; racoes = logaritmo da remuneração baseada em ações proporcional aos membros.

* Por apresentarem comportamentos semelhantes, as cargas fatorias dos fatores extraídos, bem como as comunalidades para os FRs de 2010 a 2013 estão dispostas no Apêndice C.

Fonte: Dados da Pesquisa.

A forma de remuneração dos membros também é uma variável importante para explicar a maior parte da variância dos dados (17,35%), além de ser uma característica relevante na literatura nacional e internacional de governança corporativa, conflitos de agência, assimetria

informativa e propriedades dos números contábeis, haja vista que a remuneração dos conselheiros pode exercer papéis benéficos, ou o contrário, quando o assunto é comportamento oportunista ou de interesse coletivo (*Stewardship Theory*).

Outra característica importante na literatura se mostrou significativa dentro da variância total dos dados (30.59%). Representada pelos fatores 3 e 4, a idade (mínima, máxima e média) dos conselheiros tende a explicar boa parte da variância dos dados e espera-se que este fator também seja significativo do ponto de vista da influência da experiência dos conselheiros nas propriedades dos números contábeis divulgados no Brasil.

Os outros fatores representam, respectivamente, 17,35%, 16,82%, 13,77% e 12,45% da variância do total dos dados do período.

O fator 5 exprime a importância da área de formação do profissional. 12,45% da variância dos dados é explicada pela característica relativa à formação em Administração, Economia e/ou Contabilidade e se o membro é especialista ou não.

Os outputs dos fatores 6 e 7 foram mantidos por apresentarem concomitantemente cargas fatoriais relevantes para a amostra e por representarem características importantes para a literatura nacional e internacional. Apesar de não explicar uma porção alta da variância (*eigenvalue* abaixo de 1, mas cerca de 10% da variância, cada fator) e, admitindo que o fator 6 possa ser identificado como “influência do controlador na independência do conselho”, é possível que a supremacia do controlador no comando da nomeação dos conselheiros possa minar o ambiente de independência do conselho, condizente com a assertiva de Dutra e Saito (2002, p. 23) de que:

...a composição [...] dos conselhos de administração [no Brasil] não permite o pleno exercício do seu papel de fiscalização das atividades dos executivos, no que se refere à ocorrência de conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

Portanto, pode-se dizer que, além de questões relacionadas à independência dos membros, a presença de conselheiros portadores de grau de mestre e de doutor também sinalizam características importantes para os conselhos – em consonância com resultados indicados por Almeida (2011) – no momento em que explica mais de 10% da variância dos dados.

A formação específica em contabilidade não apareceu como fator importante para explicar a variância dos dados, divergindo dos testes realizados por Almeida (2011), que utilizou outras técnicas. Esse resultado sugere que a formação em contabilidade, dentro de um contexto maior de características, tende a não ser uma variável relevante, uma vez que boa parte da variância dos dados dessa característica podem estar correlacionadas com outras variáveis da amostra, a exemplo da formação básica aglutinada (administração, economia e/ou contabilidade).

Assim como a presença de contabilistas nos Conselhos, características importantes como quantidade de reuniões realizadas pelos conselhos no ano e presença de mulheres no referido órgão não se mostraram adequadas para serem analisadas pela técnica de análise fatorial dentro deste conjunto de dados analisados (comunalidades muito baixas), sugerindo a utilização de outras técnicas multivariadas para a realização de testes mais conclusivos.

Para IBGC (2011, p. 3), esse assunto é ainda recente na literatura nacional e passa a ser relevante na medida em que alguns países adotam regras que obrigam ou sugerem adesões voluntárias à presença feminina nos conselhos de administração (Brugni *et al.*, 2013). Nesse prisma, embora o presente estudo tenha se limitado a testar empiricamente apenas a influência de características identificadas pela AF na propriedade dos números contábeis divulgados pelas empresas no mercado de capitais, salienta-se a importância de pesquisas empíricas sobre esse tema, visto que ainda pode ser considerado como sendo um tema emergente e existe relativamente pouca literatura no país.

Ainda em termos de técnica utilizada, é importante salientar que este tipo de abordagem não exclui a possibilidade de resultados diferentes quando da aplicação de outras técnicas multivariadas sobre os mesmos dados. O fato de determinados atributos explicarem a maior parte da variância dos dados que caracterizam os conselhos de administração não implica necessariamente dizer que essas características determinam as propriedades dos números contábeis nem quaisquer outras características relacionadas. Significa dizer que esses fatores, em conjunto, resultam em uma forma mais ajustada – e considerando interrelações de um conjunto maior de características – de explicar como os CAs se relacionam com a propriedade dos números contábeis divulgados no país.

Além disso, é mister ressaltar que a AF utilizada é uma técnica exploratória, de modo que os resultados provenientes de seu uso só constituem insumo para ilações relacionadas à amostra

específica deste trabalho, sendo que tal técnica necessita ser executada novamente quando da entrada de novas empresas ou de novas características na base.

Outro detalhe importante de ser salientado é que, em função das proximidades de resultado entre os períodos analisados, os *outputs* das extrações de fatores pela Raiz Latente e as respectivas comunalidades e cargas fatoriais das variáveis que compõem cada fator para os outros períodos de análise estão dispostos no Apêndice C desta tese. Para além disso, destaca-se que a técnica de Análise Fatorial não foi executada para os dados do conselho fiscal em função dos resultados dos testes de adequação da referida técnica para a base de dados supramencionada, demonstrados na Tabela 11 anterior. Dessa maneira, pelo fato de os dados não serem bem representados pela AF, optou-se por utilizar a presença do conselho fiscal como mecanismo de controle para a avaliação da influência das características dos conselhos de administração na propriedade dos números contábeis.

A seguir, apresenta-se a classificação dos fatores subjacentes extraídos da AF, baseada na junção de variáveis com variâncias específicas e na construção de fatores não correlacionados entre si.

Fatores	CLASSIFICAÇÃO				
	FR2014	FR2013	FR2012	FR2011	FR2010
Fator 1	Nível de ocupação dos conselheiros com outros conselhos (ou nível de dedicação do conselheiro ao órgão)	Idade dos conselheiros (mínima, máxima e média)	Nível de ocupação dos conselheiros com outros conselhos (ou nível de dedicação do conselheiro ao órgão)	Idade dos conselheiros (mínima, máxima e média)	Nível de ocupação dos conselheiros com outros conselhos (ou nível de dedicação do conselheiro ao órgão)
Fator 2	Remuneração variável dos membros	Nível de ocupação dos conselheiros com outros conselhos (ou nível de dedicação do conselheiro ao órgão)	Idade do conselheiro mais velho e idade média dos membros do CA	Nível de ocupação dos conselheiros com outros conselhos (ou nível de dedicação do conselheiro ao órgão)	Idade do conselheiro mais jovem e idade média do órgão
Fator 3	Idade do conselheiro mais jovem e idade média do órgão	Remuneração variável dos membros	Remuneração variável dos membros	Níveis gerais de formação básica e específica dos conselheiros, incluindo formação básica em adm/cont/eco, além de proporção de especialistas, mestres e doutores	Remuneração variável dos membros
Fator 4	Idade do conselheiro mais velho e idade média dos membros do CA	Proporção de membros com formação básica na área de administração, economia e/ou contabilidade e pós-graduação lato-sensu.	Quantidade de conselheiros efetivos e suplentes no órgão e idade mínima do CA	Remuneração variável dos membros	Níveis de especialização <i>strictu sensu</i> dos membros
Fator 5	Proporção de membros com formação básica na área de administração, economia e/ou contabilidade e pós-graduação lato-sensu.	Quantidade de conselheiros efetivos e suplentes no órgão e idade mínima do CA	Proporção de membros com formação básica na área de administração, economia e/ou contabilidade e pós-graduação lato-sensu.	Quantidade de conselheiros efetivos e suplentes no órgão e idade mínima do CA	Idade do conselheiro mais velho e idade média dos membros do CA

Figura 20. Classificação dos fatores extraídos em cada ano.

Fonte: Dados da Pesquisa.

4.3.4 Conselhos de Administração e Fiscal e a Persistência dos Lucros

A persistência é uma propriedade desejável do lucro, haja vista que um lucro de qualidade superior, sob a perspectiva de transmitir informação para o usuário, é aquele que reflete o desempenho presente e constitui um bom indicador para estimar o desempenho futuro (Dechow & Schrand, 2004, p.2). Sob esse prisma, a métrica de persistência (equação 07) foi testada objetivando identificar se existe associação em algum nível entre os conselhos de administração, os conselhos fiscais e a persistência dos lucros para uma janela temporal de cinco anos. Os resultados estão sumarizados na Tabela 14 seguinte.

Tabela 14
Associação entre conselhos de administração, fiscal e persistência dos lucros

$$PERSIST_{it} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_n fn_{it} + \sum_{i=1}^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_{i=1}^n \phi_i Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$$

Var.	FR2014		FR2013		FR2012		FR2011		FR2010	
Persist	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
_cons	0,886	0,000	0,341	0,048			0,897	0,000	0,784	0,000
f1	-0,007	0,024								
f2			-0,013	0,021			-0,005	0,063		
f3										
f4									-0,035	0,012
f5					0,076	0,065	-0,011	0,001		
confisc										
n1										
n2										
nm										
adr										
big4										
ctrl										
cest			0,029	0,005						
lnat	-0,055	0,000	-0,042	0,000	0,207	0,003	-0,019	0,000		
Indivb	0,013	0,061			-0,111	0,053	-0,010	0,041		
Obs	164		160		163		155		134	
F	36,67		23,31		5,58		6,06		6,45	
Prob > F	0,000		0,000		0,001		0,001		0,012	
R² ajust	0,461		0,325		0,079		0,187		0,102	

Nota: Optou-se por reportar apenas variáveis significativas, dado que a inclusão das outras variáveis tende a enviesar os coeficientes significativos. Além disso, o método dos momentos generalizados dinâmicos não se mostrou consistente, haja vista que os fatores significantes do modelo não são correlacionados de forma estatisticamente significativa com o termo do erro aleatório.
Fonte: Dados da Pesquisa.

Nota-se que o fator que mede o nível de participação dos conselheiros em outros conselhos é uma característica subjacente relevante para o entendimento do fenômeno de persistência dos

lucros no mercado brasileiro. Os resultados sugerem – com exceção dos FRs de 2010 e 2012 que apontam para uma associação da persistência com os níveis de formação e especialização dos membros – uma associação inversa e significativa da proporção dos membros que participam de outros conselhos e os níveis de persistência. Em outras palavras, os sinais apontam que empresas cujos conselhos são formados por membros dedicados tendem a reportar, na média, lucros mais persistentes. Esse resultado também é consistente quando da inclusão de *dummies* de setor.

Cabe, nesse momento, uma importante ressalva: o fato de existir associação entre essas variáveis não implica necessariamente em relação de causalção. Os resultados encontrados sugerem que o nível de ocupação dos membros de um conselho com outros conselhos paralelos é uma boa *proxy* para medir o impacto das estruturas desses conselhos na persistência dos lucros divulgados, uma vez que o fator em questão está isolado de correlações comuns com outras variáveis do estudo, diferentemente das pesquisas comumente encontradas na literatura sobre o tema em tela que, ao considerarem um conjunto limitado de variáveis, reportam associações inconsistentes (Dechow *et al.*, 2010, p.383).

Para o cálculo dos betas da equação de persistência utilizou-se como medida de lucro tanto seu logarítimo quanto seu valor absoluto escalado pelo número de ações da firma. Nesse último caso, os resultados reportados foram consistentes com a Tabela 14, com destaque para os resultados do FR2014 e FR2013, que também reportaram associação com a remuneração variável dos membros, consistente com Bushman, Engel, e Smith (2006), Bushman, Engel, Milliron e Smith (2001), e Baber *et al.* (1998), que indicam que a remuneração variável (principalmente salários e bônus dos *CEOs* de empresas americanas) está positivamente relacionada com a persistência dos lucros reportados, sugerindo que a remuneração dos executivos é influenciada pela substância econômica dos resultados divulgados.

É possível que conselheiros com contratos de remuneração baseados em resultados possuam mecanismos e objetivos diferenciados de monitoramento dos *CEOs* – em termos de manipulação de resultados por intermédio de *accruals* discricionários para reportar melhor persistência dos lucros, por exemplo. Baber, Kang e Kumar (1998) e Gaver e Gaver (1998) fornecem suporte a essa evidência, na medida em que sinalizam sobre a relação entre a remuneração paga em dinheiro aos *CEOs* e sua sensibilidade à persistência dos lucros. Para os autores, existem evidências que suportam a hipótese de que os comitês de remuneração consideram não apenas os lucros correntes, mas também sua persistência ao longo do tempo

para remunerar seus gestores, fazendo com que essa remuneração reduza uma possível visão miópica dos gestores. Analogamente, por outro lado, além de a maioria dos conselheiros nacionais serem externos, não possuindo remuneração variável também como administrador, não se sabe se, no Brasil, esse tipo de remuneração é praticada nos *boards*, especialmente pelo fato de que os estudos que levam em consideração os comitês de remuneração e suas práticas no país ainda são embrionários.

Independente desses sinais, questões importantes devem ser levantadas quando dos estudos dessa natureza, tendo em vista que a persistência dos lucros depende tanto do desempenho das firmas quanto de seus sistemas de mensuração contábil. Logo, a persistência dos lucros pode ser fruto de manipulação de resultados para reportar cenários condizentes com estratégias específicas das firmas, fazendo com que essa medida de qualidade se torne enviesada para usuários dessas informações no mercado, constituindo, portanto, uma relevante limitação da pesquisa em tela.

Apesar de o efeito do *board interlocking* no desempenho financeiro ser conhecido no Brasil, a exemplo de resultados reportados por Santos e Silveira (2007) e Mendes-da-Silva (2010), a relação entre *board interlocking* e persistência dos lucros ainda é um tema incipiente tanto no país quanto no mundo.

A falta de uma teoria consistente que justifique tal relação aparenta ser fruto da dificuldade de se compreender o real ambiente de tomada de decisão dos conselhos e mensurá-lo. Dessa maneira, pode-se dizer que a participação dos membros de um conselho em outros conselhos tende a diminuir os níveis de persistência dos lucros das empresas, seja pela possível falta de tempo para tratar questões tais como as de monitoramento da qualidade dos lucros, seja pelo fato de esse fenômeno ser reflexo de outras características subjacentes não observáveis por meio de dados secundários.

O que se sabe na literatura é que firmas com maior grau de governança corporativa tendem a divulgar resultados significativamente maiores em termos de qualidade (a exemplo da persistência) quando comparadas com firmas de menor grau de governança (Jiang, Lee & Anandarajan, 2008; Sivaramakrishnan & Yu, 2008), sugerindo, portanto, que a prática excessiva de *board interlocking* por parte das empresas seria sinal de má qualidade na propriedade dos lucros e, conseqüentemente, menor persistência destes. Fontes Filho e Leal

(2010) exemplificam essa assertiva ao apontarem que “conselhos sobrecarregados [...] são considerados menos ativos, menos independentes e menos relevantes para as companhias”.

Considerar ainda que um lucro é persistente, admitindo a teoria válida, é também considerar que os acontecimentos do passado tendem a se repetir no futuro em certo grau. Essa é uma limitação teórica relevante quando se desconsidera a possibilidade de gerenciamento de resultados para essa finalidade, pois, essa premissa tende a ser sensível a uma gama de características, a exemplo dos níveis de estabilidade da economia (Lev, 1983; Park & Schin, 2015), dos riscos específicos do setor (De Moura, Franz & da Cunha, 2015), dentre outras.

Nesse sentido, reconhece-se as limitações desse estudo no que tange às *proxies* para medição tanto da persistência dos lucros quanto da gama de fenômenos interconectados presentes nos conselhos de administração.

Admitindo ainda que a persistência dos lucros pode estar relacionada com a prática de gerenciamento de resultados (a inclusão dessa *proxy* como explicativa do modelo de persistência reportou coeficiente altamente significativo, sendo que seus dados foram suprimidos por questões de endogenia e extrapolação de escopo da pesquisa), é possível que essa característica de *interlocking* explique em certo grau os níveis de gerenciamento de resultados das empresas.

Outro ponto de destaque é a presença do conselho fiscal instalado, seja ele permanente ou não permanente (as duas medidas foram testadas) e a sua relação com o poder dos conselhos em monitorar as informações contábeis divulgadas. Considerando os resultados encontrados, é possível dizer que a presença de um conselho fiscal instalado não possui peso relevante para modificar significativamente os níveis de persistência dos lucros, consistente com os resultados encontrados recentemente por Baioco (2015). Todavia, essa assertiva não implica dizer que o conselho fiscal não é importante. É possível que as empresas que possuam conselho fiscal tendam a também possuir estruturas de conselho de administração mais consolidadas e, por esse motivo, o monitoramento das informações divulgadas no mercado não seja significativamente impactado pelo CF nesse tipo de ambiente.

Interessante notar que nenhuma das *proxies* para níveis diferenciados de governança se reportaram de forma significativa nesse desenho de pesquisa. Isso sinaliza a possibilidade de os constructos subjacentes, por meio das características que os compuseram, já refletirem as práticas diferenciadas em função da própria estrutura do conselho, tanto de funcionamento,

quanto de perfil de membros e remuneração, o que reforça o argumento de que o estudo de mecanismos de governança é complexo e que ilações baseadas em poucas variáveis tende a ser inconsistente, conforme já apontava Dechow *et al.* (2010).

Outras variáveis que suscitam importantes discussões na literatura nacional e internacional não se reportaram como significativas quando consideradas em conjunto com uma gama maior de características, a exemplo do gênero. Nesse sentido, os resultados sinalizam que a presença mais sólida de mulheres nos conselhos não afeta significativamente os níveis de persistência dos lucros divulgados pelas empresas, consistente com Ye, Zhang e Rezaee (2010), Hili e Affes (2012) e Cumming, Leung, e Rui (2015), que apontam para a possibilidade de que as mulheres possuem tantas outras atribuições na empresa que não as de melhorar ou interferir na qualidade das informações divulgadas.

4.3.5 Conselhos de Administração e Fiscal e o Reconhecimento Oportuno das Perdas

O reconhecimento oportuno das perdas, na forma de conservadorismo, foi considerado durante décadas uma importante e desejável característica qualitativa da informação contábil. Embora não seja mais uma característica desejável nos moldes da contabilidade internacional, a *proxy* que mede esse fenômeno no mercado pode ser entendida como uma boa *proxy* para medir os níveis de prudência, redução de assimetria de informação e fortalecimento das estruturas de governança das firmas. Nesse prisma, testou-se a associação entre os níveis de conservadorismo contábil, medidos pelo modelo de Basu (1997), e os fatores relacionados ao conselho de administração, controlados por tamanho, endividamento, setor, pela presença do conselho fiscal e outras variáveis estruturais de governança corporativa. Os resultados são reportados na Tabela 15 seguinte.

A principal variável associada aos níveis de reconhecimento oportuno de perdas das firmas é o fator subjacente que reflete características de remuneração variável dos conselheiros, reportando significância na associação para os períodos relacionados aos FRs de 2014, 2011 e 2010. Além disso, características associadas à idade dos conselheiros também se reportaram como significativas em alguns períodos, sinalizando tendência de maior grau de conservadorismo por parte dos conselheiros mais velhos.

A literatura internacional tem demonstrado que existe associação entre os níveis de remuneração variável dos conselheiros e o reporte de lucros mais ou menos conservadores. É

de se esperar que a prática de conservadorismo (prudência) no reconhecimento de más e boas notícias tenda a reduzir a assimetria de informação e fortalecer a governança corporativa. Fich e Shivdasani (2005) destacam que a remuneração variável, principalmente a remuneração baseada em resultados para conselheiros externos, produz efeitos positivos que fortalecem o efeito alinhamento entre os agentes de mercado.

Tabela 15
Associação entre conselhos de administração, fiscal e reconhecimento oportuno das perdas

$$ROP_{it} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_n f_{it} + \sum_{i=1}^n \gamma_n Ctrl_{it} + \phi_1 Dn1_{it} + \phi_2 Dn2_{it} + \phi_3 Dnm_{it} + \phi_4 ADR_{it} + \phi_5 BIG4_{it} + \sum_{i=1}^n \phi_n Eprop_{it} + \varepsilon_{it}$$

Var.	FR2014		FR2013		FR2012		FR2011		FR2010	
ROP	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
_cons	-128,293	0,002			54,289	0,000	21,223	0,000	8,120	0,000
f1										
f2	-93,326	0,001								
f3									-5,225	0,026
f4	84,425	0,005			-7,128	0,013	-2,748	0,054		
f5										
confisc										
n1	132,425	0,100								
n2										
nm	110,587	0,034			-7,368	0,097	-4,359	0,100		
adr					13,222	0,034	14,481	0,002	22,029	0,009
big4										
ctrl										
cest			-21,241	0,000						
lnat			17,063	0,001						
Indivb			-11,297	0,047						
Obs	179		139		118		115		68	
F	6,35		81,45		5,03		6,28		6,1	
Prob >										
F	0,000		0,000		0,003		0,001		0,001	
R² ajust	0,107		0,616		0,094		0,127		0,186	

Nota: Optou-se por reportar apenas variáveis significativas, dado que a inclusão das outras variáveis tende a enviesar os coeficientes significativos. Além disso, o método dos momentos generalizados dinâmicos não se mostrou consistente, haja vista que os fatores significantes do modelo não são correlacionados de forma estatisticamente significante com o termo do erro aleatório.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Jeong e Kim (2013) reportaram recentemente uma associação positiva entre a remuneração variável dos conselheiros externos e os níveis de conservadorismo contábil encontrado nos lucros, sinalizando para o fato de que quanto maiores as práticas de remuneração baseada em resultado, maiores tendem a ser os níveis de conservadorismo contábil, fortalecendo a governança corporativa das firmas analisadas.

Os resultados da pesquisa em tela demonstram uma associação inversa aos dos autores supramencionados, sinalizando para redução do conservadorismo contábil na medida em que a remuneração variável dos conselheiros aumenta. Esses resultados são consistentes com as discussões de Healey (1985), dado que se espera que executivos remunerados por contratos atrelados a resultado tendem a fazer escolhas contábeis que aumentem sua remuneração. Em outras palavras, os postulados e os resultados apontados por Healey (1985) sinalizam para um comportamento de retardamento de más notícias e antecipação de boas notícias por parte de conselheiros internos no sentido de aumentar sua remuneração baseada em resultado, embora existam resultados controversos a esse respeito na literatura.

O fato é que a maioria dos conselheiros brasileiros são externos. Todavia, essa *proxy* de independência, *per si*, não é suficientemente consistente para configurar independência dos conselheiros, na medida em que mais de 75% desses membros são indicados pelo controlador, configurando, portanto, um cenário de possível dependência interna e ausência de melhoria dos mecanismos de governança em função dessa característica, reforçando a conformidade dos resultados encontrados com os apontados por Healey (1985). Por esse motivo, possíveis respostas para as divergências na literatura entre remuneração de conselheiros de administração e níveis de conservadorismo tendem a estar associadas às diferenças estruturais de governança ao redor do mundo. Apesar das divergências encontradas na literatura, é possível destacar que os arranjos de governança corporativa exercem influência na qualidade das informações contábeis, por intermédio de aumento ou diminuição dos níveis de conservadorismo contido no lucro.

É salutar destacar que a maioria dos estudos que analisam a relação entre contratos de remuneração e conservadorismo contábil na literatura avalia essa relação sob a ótica da teoria dos contratos de remuneração, que possui o viés para a remuneração dos executivos, e não dos conselheiros, além de considerar o ambiente de dispersão de propriedade.

Essa teoria propõe que os acionistas demandam conservadorismo por parte dos executivos para superar o viés de comportamento miópico dos gestores que, por sua vez, tendem a ter um horizonte mais curto do que o dos acionistas quando o assunto é a firma, na medida em que seus contratos de remuneração são associados a resultados de curto prazo. Graham, Harvey e Rajgopal (2005) identificaram que muitos gestores tendem a sacrificar o valor de longo prazo da firma em detrimento de resultados de curto prazo, que muitas vezes refletem em resultados

pessoais também de curto prazo. Pela teoria dos contratos de remuneração, uma remuneração baseada em resultado deveria reduzir tal comportamento miópico, uma vez que o reconhecimento oportuno de perdas no lucro tende a fazer com que os gestores assumam a responsabilidade por projetos de valor presente negativo e pensem na firma com horizonte de longo prazo.

O detalhe é que essa teoria foi construída considerando o cenário de dispersão de propriedade, no qual o principal problema de agência existente é entre acionistas e administradores. Ao considerar o ambiente brasileiro, com problema de agência entre controlador e minoritário, e a figura do conselheiro externo (maioria nos órgãos brasileiros), percebe-se um contrato de prazo determinado e certo grau de *turn over*, sugerindo que o aumento de sua remuneração baseada em resultados não produza efeitos similares aos resultados encontrados por Graham, Harvey e Rajgopal (2005) para executivos, na medida em que tal tipo de remuneração pode não ser suficiente para alargar o horizonte de investimento do conselheiro na firma, como poderia acontecer com um executivo chave da organização, fazendo com que a tendência a expropriar a firma não seja reduzida e que os níveis de conservadorismo diminuam.

Do ponto de vista da relação entre idade e conservadorismo, é possível identificar estudos na literatura de psicologia que apontam para uma associação positivamente linear entre essas duas características. Resultados que apontam para essa associação na área podem ser encontrados nos estudos de Wilson (2013), Feather (1977), Ray (1985), Truett (1993), Henningham (1996), Maltby (1997), Grant, Ross, Button, Hannah e Hoskins (2001) e Cornelis, Hiel, Roets e Kossowska (2008).

A literatura contábil também possui trabalhos que discutem a relação entre idade de membros da alta gestão das empresas e níveis de conservadorismo nas demonstrações financeiras. Hambrick e Manson (1984) argumentam que características como experiência e idade afetam os valores e as bases cognitivas dos gestores e os fazem optar por escolhas diferentes, especialmente em situações complexas, produzindo, portanto, resultados diferenciados daqueles menos experientes.

A pesquisa em tela sinaliza que esse fenômeno pode acontecer no Brasil, tendo em vista que os sinais apontam para o fato de que empresas com conselheiros mais velhos em suas estruturas tendem a divulgar lucros mais conservadores, consistente com os achados de Bamber, Jiang e Wang (2010) e Horváth e Spirollari (2012).

Cabe ressaltar que a literatura aponta para uma associação positiva entre a idade dos conselheiros e a remuneração de *CEOs*, a exemplo de Core, Holthausen e Larcker (1999), sinalizando possível interesse deste tipo de conselheiro no efeito alinhamento entre os agentes de mercado e maior qualidade da governança corporativa de modo geral, reforçando os resultados encontrados nesta tese.

Os níveis de independência dos conselhos não se mostraram significantes para explicar o grau de reconhecimento oportuno das perdas, consistente com os estudos de Xia e Zhu (2009) e divergente dos resultados de Yunus, Ahmad e Sulaiman (2014), sinalizando que, do ponto de vista da proteção ao acionista minoritário, é possível que as empresas e os minoritários no Brasil e em outras partes do mundo demandem papéis diferenciados por parte dos conselheiros independentes em comparação a países mais desenvolvidos, conforme apontam Bortolon e Brugni (2012, p.146).

A a *expertise* dos conselheiros também não se mostrou fator significativo para explicar os níveis de conservadorismo contábil das empresas, divergente dos resultados apontados por Yunus, Ahmad e Sulaiman (2014). Todavia, testes isolados apontaram para a significância de características relacionadas à formação dos membros e o reconhecimento oportuno das perdas, sinalizando que diferenças metodológicas e uso limitado de variáveis podem reportar coeficientes inconsistentes, conforme já apontado por Dechow *et al.* (2010).

A presença de mulheres nos CAs também aparenta não modificar a forma como as empresas reconhecem as perdas prováveis nos lucros, consistente com os achados de Firoozi, Magnan e Fortin (2016) e Wang (2015), embora achados reportem resultados diferentes acerca dos níveis de conservadorismo das mulheres, comparado com homens, em cargos de gestão (*CFOs*), a exemplo de Francis, Hasan, Park e Wu (2015).

Interessante notar que diversos estudos apontam para a associação entre a proporção de *outsiders* no CA e o conservadorismo contábil, a exemplo de Beekes, Pope e Young (2004), Ahmed e Duellman (2007) e Dimitropoulos e Asteriou (2010). Testes a esse respeito também foram realizados, considerando como variável preditora a “*caindep2*”, que mede tal característica neste estudo. Em todos os períodos a variável isolada se reporta significativa, consistente com os estudos supramencionados. Todavia, quando incluída em meio às outras variáveis do estudo por meio da AF, a mesma perde significância – conforme apresentado na

Tabela 15 –, sugerindo que suas características podem estar refletidas em outras. No caso do Brasil esse fato pode ser explicado na medida em que a maioria dos conselheiros são externos, facilitando a tendência de correlação com diversas outras características não incluídas originalmente no modelo limitado.

Estudos envolvendo níveis diferenciados de governança também reportam resultados divergentes na literatura, a exemplo de Almeida, Scalzer e Costa (2008), que sinalizam que o grau de conservadorismo das empresas listadas nos níveis 1, 2 e novo mercado é maior do que das demais empresas listadas na BOVESPA, sinalizando que firmas com maior qualidade em suas estruturas de governança tendem a ser mais conservadoras, consistente com os achados de Ahmed e Duellman (2007) e Lara, Osma e Penalva (2009); e Chi, Liu e Wang (2009) que apontam para tendência de maior conservadorismo sobre empresas com fracas estruturas de governança corporativa. Os resultados da pesquisa em tela também são inconclusivos, visto que três, dos cinco períodos avaliados, reportam significância para variáveis relacionadas a níveis diferenciados, mas com sinais positivos e negativos em diferentes momentos. Resultados como esses podem ser interpretados como sinais de que empresas com níveis diferenciados de governança agem de maneira diferente das demais, mas não seguem uma tendência específica e constante de serem mais ou menos conservadoras ao longo do tempo em comparação com as que estão fora dos segmentos de listagem especial.

4.3.6 Conselhos de Administração e Fiscal e o Gerenciamento de Resultados

Medir o grau de gerenciamento de resultados da firma é uma tarefa tão complexa e limitada quanto medir outras propriedades contidas no lucro, fato que pode ser comprovadamente observado na literatura na medida em que é possível encontrar mais de meia dúzia de modelos consagrados para medir tal fenômeno, além de surgirem, de tempos em tempos, novos avanços nesse campo no sentido de reduzir tais limitações, a exemplo de Dechow, Hutton, Kim e Sloan (2012).

Conforme já comentado, a escolha do modelo utilizado para medir este fenômeno passa por questões relacionadas aos objetivos da pesquisa (Almeida, 2010, p.69), haja vista que cada modelo possui um certo tipo de limitação e certo grau de adequação aos propósitos específicos de cada pesquisa.

Nesse prisma, testou-se a associação existente entre os constructos subjacentes dos conselhos de administração e o grau de gerenciamento de resultados da firma por intermédio do modelo

de Eckel (1981), controlados por tamanho, endividamento, setor, pela presença do conselho fiscal e outras variáveis estruturais de governança corporativa. Os resultados são reportados na Tabela 16.

Os testes realizados sinalizam que características associadas à idade dos conselheiros são insumos que subsidiam constructos relevantes para explicar o nível de gerenciamento de resultados das empresas, uma vez que as variâncias comuns entre os fatores incluídos no modelo foram expurgadas. Em outras palavras, é possível que características subjacentes, tais como experiência e *expertise*, formação, decisões específicas em ambientes de pressão e outras, sejam características que são significativamente espelhadas no fator relacionado à idade dos membros do CA, fazendo com que essas outras variáveis não se reportem como significantes quando incluídas no modelo junto com o fator subjacente representado pela idade.

Tabela 16
Associação entre conselhos de administração, fiscal e gerenciamento de resultados

$$GR_u = \alpha_0 + \sum_1^n \beta_n f n_u + \sum_1^n \gamma_n Ctrl_u + \phi_1 Dn1_u + \phi_2 Dn2_u + \phi_3 Dnm_u + \phi_4 ADR_u + \phi_5 BIG4_u + \sum_1^n \phi_n Eprop_u + \varepsilon_u$$

Var.	FR2014		FR2013		FR2012		FR2011		FR2010	
GR	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
_cons	0,430	0,007	0,713	0,001	0,5977	0,000				
f1			-0,559	0,004	0,3901	0,040				
f2										
f3	-0,414	0,025								
f4	-0,342	0,094								
f5										
confisc			-0,676	0,050						
n1										
n2										
nm									-0,815	0,028
adr									2,5911	0,017
big4										
ctrl										
cest										
lnat										
lndivb										
Obs	176		169		166		158		135	
Wald chi²	9,11		10,04		4,20		7,1		9,21	
Prob > chi2	0,011		0,007		0,040		0,029		0,010	
Pseudo R²	0,038		0,053		0,023		0,012		0,065	

Nota: Optou-se por reportar apenas variáveis significativas, dado que a inclusão das outras variáveis tende a enviesar os coeficientes significativos. Além disso, o método dos momentos generalizados dinâmicos não se mostrou consistente, haja vista que os fatores significantes do modelo não são correlacionados de forma estatisticamente significativa com o termo do erro aleatório.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Kang, Cheng e Gray (2007) já argumentavam sobre a relevância da linha de pesquisa que examina a importância da idade dos conselheiros para avaliar a efetividade dos instrumentos de governança corporativa. Seus achados convergem indiretamente para essa assertiva, dado que os autores apontam que a experiência dos conselheiros mais velhos aparenta ser mais relevante do que a presença de membros mais jovens e dinâmicos nos conselhos. Para Houle (1990, p.34), os conselheiros mais velhos possuem a experiência necessária, enquanto os de meia idade assumem mais responsabilidades, ao passo que os conselheiros mais novos são preparados para suas posições de gestão no sentido de assegurar o futuro das firmas.

Conforme já comentado, é possível identificar estudos que apontam para uma associação positiva entre a idade dos conselheiros e a remuneração de *CEOs*, sinalizando possível interesse deste tipo de conselheiro no efeito alinhamento entre os agentes de mercado e maior qualidade da governança corporativa de modo geral. De forma análoga, é possível hipotetizar que conselheiros mais velhos tendem gerenciar menos os lucros das firmas.

Nesse sentido, nota-se que seu sinal negativo sugere redução dos níveis de gerenciamento para empresas cujos membros do CA são mais velhos, indicando que conselhos mais velhos tendem a reportar lucros de maior qualidade, consistente com os achados de Góis (2013), por exemplo. Pesquisas na literatura têm apontado para esse fenômeno, embora ainda de forma indireta. Francis, Hasan e Wu (2015), identificaram que firmas que possuem conselheiros acadêmicos em sua composição tendem a gerenciar seus lucros em menor grau, além de observar que esses conselheiros tendem a ser mais velhos do que a média de idade de seus conselhos. Já Peterson, Rhoads e Vaught (2001) e Borkowski e Ugras (1998) encontraram associação positiva entre idade e comportamento ético, sinalizando que grupos de profissionais com idade menor tendem a apresentar comportamentos menos éticos em comparação com grupos de profissionais mais velhos.

Estudos dessa natureza incorrem em limitações consideráveis, na medida em que o gerenciamento de resultados possui uma série de premissas que tendem a ser sensíveis a uma gama de características, a exemplo dos níveis de estabilidade da economia (Lev, 1983; Park & Schin, 2015), dos riscos específicos do setor (De Moura, Franz & da Cunha, 2015), dentre outras.

Os resultados dos testes também sugerem que a participação de membros em outros conselhos pode influenciar nos níveis de gerenciamento de resultados das firmas. É possível que firmas

gerenciem resultados também quando compartilham membros de seus conselhos com outros conselhos cujas práticas de gerenciamento de resultados estão sendo executadas, consistente com os achados de Chiu, Teoh e Tian (2012).

Outras características, tais como independência dos conselhos, tamanho e mandato não afetam de forma significativa os níveis de gerenciamento de resultados contido no lucro das firmas, em consonância com os resultados encontrados por Nugroho e Eko (2011) e Erfurth e Bezerra (2015).

A proporção de mulheres também não demonstrou ser uma característica que altera de forma significativa os níveis de gerenciamento de resultados das firmas no Brasil. Em outras palavras, não é possível afirmar que mulheres tendem a monitorar mais as práticas de gerenciamento de resultados em detrimento dos homens. Por outro lado, a presença de mulheres nos conselhos é muito modesta e tem decrescido ao longo dos últimos anos, chegando a níveis próximos de 7%.

Dessa maneira, é possível que as mulheres não possuam força suficiente para realizar esse tipo de monitoramento e passar a influenciar nas práticas de gerenciamento de resultados das empresas. Convergente com essa hipótese, Kyaw, Olugbode e Petracci (2015) revelam que a presença de mulheres nos conselhos de administração tende a reduzir os níveis de gerenciamento de resultados em países onde a presença é mais equalizada, caso que não ocorre no Brasil na medida que, em 2013, por exemplo, mais da metade das empresas que possuía alguma mulher no seu quadro de conselheiros efetivos apresentou apenas uma mulher em sua estrutura. Das 323 empresas analisadas em 2013, 35% mantinham mulheres em seus quadros (114 firmas), sendo que 68% delas (78 firmas) mantinham apenas uma mulher no seu quadro. Das 36 empresas restantes, 31 possuíam apenas duas mulheres no quadro. Além disso, 209 empresas não possuíam nenhuma mulher na sua composição e apenas nove empresas possuíam metade ou mais da metade do seu quadro composto por mulheres.

Não é possível afirmar que o conselho fiscal afeta de forma positiva o monitoramento da qualidade dos lucros reportados no mercado de capitais brasileiro, reduzindo os níveis de gerenciamento de resultados das firmas, consistente com os achados de Prado (2013, p. 76), que estudou as influências dos conselhos fiscais nas práticas de gerenciamento de resultados e identificou que tais órgãos possuem “pouca independência e/ou competência para poder inibir a prática de [Gerenciamento de Resultados] por parte da administração”. Embora os resultados

de 2011 apontem para uma associação negativa e significativa entre a probabilidade de gerenciamento de resultados e presença de conselho fiscal instalado, esses resultados não se mostraram consistentes ao longo dos períodos, reforçando os achados de pesquisas anteriores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ambos, propriedades da informação contábil e governança corporativa, são fenômenos difíceis de se mensurar econometricamente, seja pela complexidade natural do ambiente decisório, no qual um conjunto de variáveis se torna mutável e dinamicamente relevante no processo, dependendo dos desafios inerentes a certas tomadas de decisão; seja pelas idiossincrasias, também naturais, dos preparadores da informação contábil, de quem as monitora, e dos seres humanos que fazem parte de um complexo encadeamento sistêmico de processos, cujo objetivo deve(ria) ser sempre o de melhor informar.

Diante dos desafios de buscar entender melhor as associações entre esses dois temas, de relevância indiscutível na literatura, o principal desafio desta pesquisa foi medir fenômenos constantes de um complexo ambiente decisório – o dos conselhos de administração e fiscal – a partir de dados secundários, cuja principal limitação reside no fato de que algumas variáveis relevantes possivelmente não são capturadas por essa metodologia. Por outro lado, uma gama de características pôde ser resgatada e avaliada, tanto em termos evolutivos quanto críticos, fornecendo subsídios novos à literatura nacional existente.

Medir econometricamente o papel dos conselhos de administração e fiscal é algo desafiador. Todavia, o foco esteve sobre a maneira como seus membros agem e se comportam com base nas diferenças estruturais, de composição e de remuneração entre os diferentes conselhos. Desse modo, é possível observar que a estrutura de funcionamento, o perfil dos membros dos conselhos de administração e fiscal e seus contratos de remuneração não determinam a propriedade dos lucros divulgados no Brasil, haja vista que a análise de um período maior de tempo permite a compreensão de que alguns fatores deixam de ser significantes e outros passam a ser, para explicar os fenômenos que medem as propriedades do lucro. Entretanto, é possível perceber certa influência de algumas características desses órgãos nas propriedades da informação contábil de forma consistente, dado que suas associações com as propriedades do lucro se repetem ao longo do tempo e para propriedades diferentes, sinalizando que algumas características são mais importantes para explicar as propriedades dos lucros divulgados do que outras.

Dessa maneira, destaca-se que fatores como idade, participação de membros em outros conselhos de forma concomitante e seus contratos de remuneração variável são as principais

características que estão, direta ou indiretamente, associadas às variações nas propriedades da informação contábil das firmas analisadas.

Os achados indicam que firmas com conselhos de administração compostos por membros mais dedicados tendem a reportar resultados mais persistentes ao longo do tempo se comparadas com firmas que possuem maior grau de *board interlocking*. Tais resultados sugerem que o nível de ocupação dos membros de um conselho com outros conselhos paralelos é uma boa *proxy* para medir o impacto das estruturas desses órgãos na persistência dos lucros divulgados, mas não necessariamente sinaliza para uma relação de causa e efeito. Diante disso, é possível que o maior intercâmbio entre membros que monitoram as informações tende a reduzir o tempo dos mesmos para tratar de assuntos relacionados à consistência de projetos de longo prazo, seus impactos manentes e suas influências na persistência dos lucros – desconsiderando, por questões óbvias, a possibilidade de existência de incentivos para suavização de resultados por intermédio de divulgação de lucros artificialmente persistentes.

Contratos de remuneração variável também aparentam modificar a forma como os lucros são divulgados em termos de persistência. Os resultados do estudo em tela sinalizam para uma associação negativa entre as variáveis, sugerindo, contrariamente à teoria da agência, que o aumento da remuneração dos conselheiros, especialmente a variável, pode provocar um efeito entrincheiramento entre os agentes de mercado. Possíveis explicações para esse fenômeno residem no fato de que os conflitos de agência são diferentes entre os países, de modo que incentivos baseados em resultado podem provocar, no Brasil, efeito contrário ao desejado, reduzindo o efeito de persistência nos lucros.

A remuneração variável também se mostrou significativa para explicar o grau de conservadorismo contábil contido no lucro das firmas. É de se esperar que a prática de conservadorismo (prudência) no reconhecimento de más e boas notícias tenda a reduzir a assimetria de informação e fortalecer a governança corporativa das empresas. Os resultados desta tese apontam para redução do conservadorismo contábil na medida em que a remuneração variável dos conselheiros aumenta. Desse modo, é possível que conselheiros cujos contratos de remuneração são atrelados a resultado tendam a tomar decisões que aumentem seu ganho por intermédio de um comportamento que privilegie o retardamento no reconhecimento de más notícias e antecipe o reconhecimento de boas notícias.

De acordo com os indícios encontrados, também existe uma associação negativa e significativa entre o fator relacionado à idade dos membros e o grau de conservadorismo contábil. A relação entre idade e comportamentos conservadores é fortemente documentada na literatura de psicologia, de modo que os achados desta tese acabam por corroborar seus achados empíricos, sugerindo que empresas cujo conselho de administração é formado por membros mais velhos, tendem a reportar resultados mais conservadores.

Além disso, os sinais também apontam que firmas com conselheiros mais velhos em seus CAs tendem a gerenciar menos resultados, reforçando a ideia de que esses tipos de membros tendem a assumir menos riscos, se considerado que certas práticas de gerenciamento de resultados podem ser avaliadas como práticas não ortodoxas. Por outro lado, é possível que as estruturas desses conselhos mantenham membros mais velhos em negócios cujas necessidades de práticas de gerenciamento sejam mais latentes, ou ainda, que conselheiros mais velhos optem, de maneira geral, por atuar em empresas cujo negócio não exige ou incentive que tais práticas sejam exercidas.

Outro ponto de destaque está relacionado à associação existente entre a participação de membros em outros conselhos e os níveis de gerenciamento de resultados das firmas. Em função das direções distintas para os coeficientes reportados, dependendo dos controles e do período analisado, é possível que firmas gerenciem resultados quando compartilham membros de seus conselhos com outros conselhos cujas práticas de gerenciamento de resultados estão sendo executadas e vice-versa.

Sabe-se que o ambiente dos conselhos no Brasil é peculiar, principalmente pelo fato de existir a figura do conselho fiscal, inexistente na maioria dos países do mundo. Hipotetizava-se que o referido órgão tivesse peso relevante no processo de monitoramento da qualidade das informações divulgadas no mercado de capitais brasileiro, quando presente nas estruturas de governança corporativa das firmas. Todavia, não foi possível aceitar essa hipótese, na medida em que tais estruturas não se mostraram relevantes para alterar propriedades informacionais como persistência dos lucros, conservadorismo contábil e gerenciamento de resultados.

Por outro lado, importantes achados foram encontrados nesse sentido, haja vista que uma série de características que se mostram constantemente relevantes em pesquisas anteriores quando consideradas de forma isolada ou em conjunto com outras variáveis limitadas não se mostraram

relevantes na pesquisa em tela. Características como diversidade de gênero nos conselhos, formação *lato* e *stricto sensu* e independência dos conselheiros não se demonstraram relevantes para explicar variações nas propriedades dos lucros das empresas brasileiras quando consideradas em conjunto com mais de outras vinte características provenientes dos conselhos de administração e fiscal do país.

Resultados como esses sugerem que, no ambiente brasileiro, as mulheres não possuem força suficiente para alterar as propriedades das informações contábeis divulgadas no mercado por intermédio de seu poder de monitoramento, seja pela sua modesta presença nos *boards* (menos de 7% dos conselheiros nacionais são do gênero feminino), seja pela falta de oportunidade nesse sentido, ou por questões outras que fogem o escopo desta tese. Todavia, a literatura recente no mundo tem fornecido importantes contribuições que apontam para o fato de que a diversidade de membros nos conselhos, incluindo o quesito gênero, altera de forma positiva a qualidade das informações contábeis divulgadas, reduzindo custos de agência, conflitos de interesses e assimetria de informação no mercado. Por esse motivo, uma avenida de pesquisa se mantém aberta nesse sentido, dado que respostas para o porquê dessa ausência de influência e modesta participação nas estruturas de governança são de importante valia para a literatura nacional.

A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa também não se mostrou consistentemente significativa para alterar ou influenciar as propriedades da informação contábil divulgada. Resultados como esse sugerem que a própria adesão aos níveis diferenciados se traduz em conselhos mais estruturados quando o assunto é a qualidade do lucro reportado. De outro modo, é possível que os coeficientes que medem a influência dos níveis diferenciados de governança nas propriedades da informação contábil percam significância na medida em que um conjunto mais amplo de características dos conselhos de administração e fiscal já sejam o espelho de estruturas mais solidificadas, necessárias para figurar nos níveis diferenciados de governança. Desse modo, é importante ressaltar que os resultados não sugerem que a adesão a níveis diferenciados de governança corporativa não altera, de maneira geral, a qualidade dos lucros reportados. Contrário a isso, os resultados indicam que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa pode influenciar de forma significativa as estruturas de governança, incluindo os conselhos, de modo a, indiretamente, afetar as propriedades informacionais contidas nas demonstrações financeiras das firmas.

O fator relacionado à formação básica, treinamentos e especializações também não apresentou significância estatística, neste desenho de pesquisa, para explicar as variações de propriedade

dos lucros das firmas brasileiras, divergente de alguns estudos já realizados no país e no mundo. Resultados como esse reforçam a hipótese de que o alto grau de correlação entre as variáveis do ambiente de governança corporativa tende a enviesar os coeficientes estatísticos a depender da metodologia empregada nas análises e do conjunto de variáveis observadas. No que se refere especificamente aos resultados desta tese, observa-se que é possível que a formação e os conhecimentos gerais e específicos dos membros sejam sim relevantes para alterar as propriedades da informação contábil. Contudo, fatores relacionados à idade, por exemplo, tendem a explicar melhor tal variância, inclusive espelhando características relacionadas à própria formação e experiência dos conselheiros.

A variação de associações durante o período estudado reforça o argumento de que essas associações não implicam necessariamente em relação de causação, uma vez que tais relações podem ser modificadas também por características exógenas não incluídas no modelo, tais como efeitos econômicos, objetivos específicos da firma e outros. Considerando esse prisma, os resultados desta tese se fortalecem, pois, apontam para o fato de que os conselhos de administração influenciam nas propriedades dos lucros reportados pelas firmas brasileiras, mas não as determinam.

Os resultados promovidos por esta tese promovem informações úteis para reguladores nacionais e internacionais que, porventura, estão em movimento para minimizar as oportunidades de gerenciamento de resultados e melhorar a qualidade das informações contábeis divulgadas pelas firmas. Promove, também, *insights* igualmente úteis a investidores que buscam considerar o impacto das estruturas de governança na qualidade das informações que são subsídios para suas tomadas de decisão de investimentos, haja vista que clarifica o entendimento acerca do papel dos conselhos em termos de influências na qualidade dos relatórios financeiros divulgados no mercado de capitais brasileiro, permitindo, assim, que o mercado também considere as estruturas dos conselhos como característica importante no momento do investimento. Empresas que procuram fortalecer suas estruturas de governança corporativa, no que tange a aspectos relacionados à qualidade das informações financeiras, também são contempladas por estudos desta natureza.

REFERÊNCIAS

- Abersoch, L. D. (2011). *Women on boards*. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf>, acessado em 02 de fevereiro de 2016.
- Aboody, D., & Kasznik, R. (2000). CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of accounting and economics*, 29(1), 73-100.
- Adams, R. B. (2010, March). Asking directors about their dual roles. In *Finance and Corporate Governance Conference*.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Adut, D., Duru, A., & Galpin, W. L. (2011). The role of corporate governance in meeting or beating analysts' forecast. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 188-198.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 43(2), 411-437.
- Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 238-286.
- Ali, A., & Zarowin, P. (1992). The role of earnings levels in annual earnings-returns studies. *Journal of Accounting Research*, 30(2), 286-296.
- Almeida, J. C. G. D., Scalzer, R. S., & COSTA, F. M. D. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131.
- Almeida, J. E. F., Neto, A. S., Bastianello, R. F., & Moneque, E. Z. (2012). Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM & FBovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(58), 65-75.
- Almeida, J. E. F. An exploration of boards of directors' quality: the development of an index for directors attributes and the relation with firm value and performance. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*. 7(2), p. 51-63, 2011.

- Almeida, J. E. F. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35(C), 1-32.
- Alzoubi, E. S. S., & Selamat, M. H. (2012). The effectiveness of corporate governance mechanisms on constraining earning management: literature review and proposed framework. *International Journal of Global Business*, 5(1), 17-35.
- Aragão, L. A., & Cavalcante, D. S. (2014). Qualidade das informações do formulário de referência nas empresas brasileiras listadas no novo Mercado da BM&FBOVESPA. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia - RACE*, 13(3), 1089-1118.
- Arun, T. G., Almahrog, Y. E., & Aribi, Z. A. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39(C), 137-146.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney Jr, W. R., & LaFond, R. (2008). The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality. *The Accounting Review*, 83(1), 217-250.
- Baber, W. R., Kang, S. H., & Kumar, K. R. (1998). Accounting earnings and executive compensation: the role of earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 169-193.
- Baioco, V. G. (2015). *Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil*. 159f. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), Vitória, Espírito Santo.
- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The accounting review*, 85(4), 1131-1162.
- Badolato, P. G., Donelson, D. C., & Ege, M. (2014). Audit committee financial expertise and earnings management: The role of status. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2), 208-230.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 6(2), 159-178.

- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 83-128.
- Baralexis, S. (2004). Creative accounting in small advancing countries: The Greek case. *Managerial Auditing Journal*, 19(3), 440-461.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings 1. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 6(1), 67-92.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961.
- Beekes, W., Pope, P., & Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 47-59.
- Belfiore, P. P., Fávero, L. P. L., & de Angelo, C. F. (2006). Análise multivariada para avaliação dos principais setores latino-americanos. *Revista de Administração FACES Journal*, 5(1), 73-90.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N., & Cosset, J. C. (2015). Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 392-416.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of accounting and economics*, 50(2), 296-343.
- Billor, N., Hadi, A. S., & Velleman, P. F. (2000). BACON: blocked adaptive computationally efficient outlier nominators. *Computational Statistics & Data Analysis*, 34(3), 279-298.
- Boonlert-U-Thai, K., Meek, G. K., & Nabar, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 327-357.

- Börsch-Supan, A., & Köke, J. (2002). An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *German Economic Review*, 3(3), 295-326.
- Borkowski, S. C., & Ugras, Y. J. (1998). Business students and ethics: A meta-analysis. *Journal of Business Ethics*, 17(11), 1117-1127.
- Bortolon, P. M., Brugni, T. V. A independência dos conselhos: evidências conflitantes. In: Fontes Filho, J. R., Leal, R. P. C. (Org.). *Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil*, São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.
- Brasil. Lei das Sociedades por Ações. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as sociedades por ações*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>.
- Brasil. Lei nº 6.404, de 26 de setembro de 1940. *Dispõe sobre as sociedades por ações*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm>.
- Brown, K. E., & Lim, J. H. (2012). The effect of internal control deficiencies on the usefulness of earnings in executive compensation. *Advances in Accounting*, 28(1), 75-87.
- Brugni, T. V., Bortolon, P. M., de Almeida, J. E. F., & Paris, P. K. S. (2013). Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. *International Journal of Disclosure and Governance*, 10(4), 406-421.
- Brugni, T. V. (2012a). *Conselhos de administração: uma análise das suas características e impacto sobre as firmas no mercado acionário brasileiro*. 100f. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), Vitória, Espírito Santo.
- Brugni, T. V., Neto, A. S., Bastianello, R. F., & Paris, P. K. S. (2012b). Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. *Revista universo contábil*, 8(3), 82-99.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 99-126.
- Bushman, R. M., Engel, E., & Smith, A. (2006). An Analysis of the Relation between the Stewardship and Valuation Roles of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 44(1), 53-83.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), 237-333.

- Bushman, R. M., Engel, E., Milliron, J., & Smith, A. J. (2000). An analysis of the relation between the stewardship and valuation roles of earnings. *Working Paper*, University of Chicago.
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Certo, S. T., & Hodge, F. (2007). Top management team prestige and organizational legitimacy: An examination of investor perceptions. *Journal of Managerial Issues*, 19(4), 461-477.
- Chan, A. L., & Hsu, A. W. H. (2013). Corporate pyramids, conservatism and cost of debt: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Accounting*, 48(3), 390-413.
- Chang, J. C., & Sun, H. L. (2009). Crossed-listed foreign firms' earnings informativeness, earnings management and disclosures of corporate governance information under SOX. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 1-32.
- Chen, K. Y., Elder, R. J., & Hsieh, Y. M. (2007). Corporate governance and earnings management: The implications of corporate governance best-practice principles for Taiwanese listed companies. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3(2), 73-105.
- Chi, C. W., Hung, K., Cheng, H. W., & Lieu, P. T. (2015). Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance. *International Review of Economics & Finance*, 36(C), 88-98.
- Chi, W., Liu, C., & Wang, T. (2009). What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. *Journal of contemporary accounting & economics*, 5(1), 47-59.
- Chiu, P. C., Teoh, S. H., & Tian, F. (2012). Board interlocks and earnings management contagion. *The Accounting Review*, 88(3), 915-944.
- Coelho, A. C. D. (2007) *Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados publicados no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2015). *Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 28 nov. 2015

- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2014). *Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 e altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009*. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 28 nov. 2015
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2009). *Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários*. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 28 nov. 2015
- Conger, J. A., Finegold, D., & Lawler III, E. E. (2001). Avaliando o desempenho do Conselho de Administração. *Harvard Business Review*. Experiências de governança corporativa.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Cormier, D., Houle, S., & Ledoux, M. J. (2013). The incidence of earnings management on information asymmetry in an uncertain environment: Some Canadian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(1), 26-38.
- Cormier, D., & Martinez, I. (2006). The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: Evidence from French IPOs. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 209-236.
- Cornelis, I., Van Hiel, A., Roets, A., & Kossowska, M. (2009). Age differences in conservatism: Evidence on the mediating effects of personality and cognitive style. *Journal of personality*, 77(1), 51-88.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
- Cornett, M. M., McNutt, J. J., & Tehranian, H. (2009). Corporate governance and earnings management at large US bank holding companies. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 412-430.
- Conselho Nacional de Educação e Câmara de Educação Superior – CNE/CES (2007). *Resolução nº 1*. Estabelece sobre normas para funcionamento de cursos de pós-graduação *latu sensu*, em nível de especialização. 8 de julho de 2007.

- Cullinan, C. P., Wang, F., Wang, P., & Zhang, J. (2012). Ownership structure and accounting conservatism in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(1), 1-16.
- Cumming, D., Leung, T., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of Management Journal*. Disponível em: <<http://amj.aom.org/content/early/2015/02/09/amj.2013.0750.abstract>>, acesso em 23 de março de 2015.
- Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2010). Women and corporate boards of directors: The promise of increased, and substantive, participation in the post Sarbanes-Oxley era. *Business Horizons*, 53(3), 257-268.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting & Finance*, 45(2), 241-267.
- De Moura, G. D., Franz, L., & da Cunha, P. R. (2015). Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho e independência do conselho de administração. *Contaduría y administración*, 60(2), 423-446.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. CFA Institute, USA, 2004.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the sec. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 70(2), 193-225.

- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- DeZoort, F. T., Hermanson, D. R., & Houston, R. W. (2008). Audit committee member support for proposed audit adjustments: Pre-SOX versus post-SOX judgments. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27(1), 85-104.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of accounting and Economics*, 47(1), 160-181.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2007, August). Matching and the properties of accounting earnings over the last 40 years. AAA.
- Dimitropoulos, P. E., Asteriou, D., Kousenidis, D., & Leventis, S. (2013). The impact of IFRS on accounting quality: Evidence from Greece. *Advances in Accounting*.
- Dimitropoulos, P. E., & Asteriou, D. (2010). The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece. *Research in International Business and Finance*, 24(2), 190-205.
- Doyle, J. T., Ge, W., & McVay, S. (2007). Accruals quality and internal control over financial reporting. *The Accounting Review*, 82(5), 1141-1170.
- Dutra, M. G. L., & Saito, R. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 9-27.
- Eckel, N. (1981). The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, 17(1), 28-40.
- Epps, R. W., & Guthrie, C. P. (2010, June). Sarbanes-Oxley 404 material weaknesses and discretionary accruals. In *Accounting Forum*, 34(2), 67-75. Elsevier.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista Base*, 10(1), 32-42.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance: An international review*, 11(2), 102-111.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of law and economics*, 26(2), 301-325.

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Farber, D. B. (2005). Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter?. *The Accounting Review*, 80(2), 539-561.
- Fávero, L. P. (2015). *Análise de dados: modelos de regressão com EXCEL®, STATA® e SPSS®*. São Paulo: Campus.
- Fávero, L. P., BELFIORE, P. (2015) *Análise de dados: técnicas multivariadas exploratórias com SPSS e Stata®*. São Paulo: Campus.
- Fávero, L. P., BELFIORE, P., SILVA, F., & ChAn, B L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão*. São Paulo: Campus.
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., & Nélo, A. M. (2007). Formação de conglomerados no setor de lojas de departamento e eletrodomésticos no Brasil: uma aplicação de análise multivariada em indicadores econômico-financeiros. *Gestão & Regionalidade*, 23(66), 6-16.
- Feather, N. T. (1977). Value importance, conservatism, and age. *European Journal of Social Psychology*, 7(2), 241-245.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2005). The Impact of Stock-Option Compensation for Outside Directors on Firm Value*. *The Journal of Business*, 78(6), 2229-2254.
- Firoozi, M., Magnan, M., & Fortin, S. (2016). *Board Diversity and Financial Reporting Quality* (N. 2016s-27). CIRANO.
- Fontes Filho, J. R. & Leal, R. P. C. (2010). *Governança Corporativa: internacionalização e convergência*, cap. 14. São Paulo: Saint Paul, 2010.
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2015). Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285-1318.
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2015). Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance. *Financial Management*, 44(3), 547-581.

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2002). Earnings announcements and competing information. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 313-342.
- Freeman, R. N., Ohlson, J. A., & Penman, S. H. (1982). Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation. *Journal of accounting research*, 20(2), 639-653.
- Furuta, F., & Santos, A. (2010). Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(53), 1-23.
- Gabriel, F. *Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil*. 118f, Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1998). The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *Accounting Review*, 73(2), 235-253.
- Gil, A. C. (2009). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 5ª Ed. São Paulo: Atlas.
- Góis, C. G (2013). Is the financial reporting quality affected by manager's knowledge and age? The study of the portuguese stock index PSI 20. *5th International Conference EBEEC 2013*, 9-12.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?. *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440.
- Gorsuch, R. L. (1990). Common factor analysis versus component analysis: Some well and little known facts. *Multivariate Behavioral Research*, 25(1), 33-39.
- Graham, B., Dodd, D. L. F., & Cottle, S. (1934). *Security analysis*. New York: McGraw-Hill.

- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1), 3-73.
- Grant, M. J., Ross, A. S., Button, C. M., Hannah, T. E., & Hoskins, R. (2001). Attitudes and stereotypes about attitudes across the lifespan. *Social Behavior and Personality: an international journal*, 29(8), 749-762.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Tsui, J. (2007). Do female directors enhance corporate board monitoring? Some evidence from earnings quality. *Hong Kong Polytechnic University*.
- Günther, N., Gegenfurtner, B., Kaserer, C., & Achleitner, A. K. (2009). International financial reporting standards and earnings quality: The myth of voluntary vs. mandatory adoption. *SSRN Working Paper Series*.
- Hadi, A. S., & Simonoff, J. S. (1993). Procedures for the identification of multiple outliers in linear models. *Journal of the American Statistical Association*, 88(424), 1264-1272.
- Hadi, A. S. (1994). A modification of a method for the detection of outliers in multivariate samples. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 393-396.
- Hadi, A. S. (1992). Identifying multiple outliers in multivariate data. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 761-771.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E. (2009). *Multivariate data analysis* (7th Ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 85-107.
- Henningham, J. P. (1996). A 12-item scale of social conservatism. *Personality and Individual Differences*, 20(4), 517-519.
- Hili, W., & Affess, H. (2012). Corporate boards gender diversity and earnings persistence: The case of French listed firms. *Global Journal of Management And Business Research*, 12(22).

- Horvath, R., & Spirollari, P. (2012). Do the board of directors' characteristics influence firm's performance? The US evidence. *Prague economic papers*, 21(4), 470-486.
- Houle, C. O. (1990). Who should be on your board. *Nonprofit World*, 8(1), 33-35.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge University Press.
- Hutton, A. P. (2007). A discussion of 'corporate disclosure by family firms'. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 287-297.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2013). *Fundamentos para discussão sobre cotas para mulheres nos conselhos no Brasil*. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/download/manifestacao/IBGC_Pesquisa_CotasMulheres.pdf>, acesso em 02/12/2015.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2011). *Relatório de mulheres na administração das empresas brasileiras listadas – 2010 – 2011*. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Pesquisas&CodPesquisas=11>>, acesso em 02/12/2015.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2010). *Caderno de boas práticas para reuniões do conselho de administração*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/9.pdf>>. Acesso em 26 de março de 2015.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2010). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4ª ed.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2007). *Guia de Orientação para o Conselho Fiscal*. 2ª Edição. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/1.pdf>>. Acesso em 25 de março de 2015.
- Iqbal, A., & Strong, N. (2010). The effect of corporate governance on earnings management around UK rights issues. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 168-189.
- Ismail, W. A. W., Dunstan, K. L., & Van Zijl, T. (2009). Earnings quality and corporate governance following the implementation of Malaysian code of corporate governance. *Working Paper Series*. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=1543524>>. Acesso em 03 de setembro de 2012.

- Ito, S. & Donaggio, A. (2010). *Conselho fiscal e comitê de auditoria*. KPMG Audit Comitee Institute.
- Jaggi, B., & Leung, S. (2007). Impact of family dominance on monitoring of earnings management by audit committees: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(1), 27-50.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jeong, K., & Kim, H. K. (2013). Equity-Based Compensation To Outside Directors And Accounting Conservatism. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 29(3), 885-900.
- Jiang, W., Lee, P., & Anandarajan, A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting*, 24(2), 191-201.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228.
- Kang, S. H. (1999). A conceptual and empirical evaluation of accrual prediction models. *Working paper series*. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em 20 de setembro de 2012.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207.
- Kang, H., Leung, S., MORRIS, R., & GRAY, S. (2013). Corporate governance and earnings management: An Australian perspective. *Corporate Ownership and Control*, 10(3), 95-113.
- Khurana, I. K., Raman, K. K., & Wang, D. (2013). Weakened outside shareholder rights in dual-class firms and timely loss reporting. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(2), 203-220.
- Kim, Jae-On, & Mueller, C. W. *Introduction for factor analysis: what it is and how to do it*. New Delhi, Sage Publications, 1978.

- Kim, B. H., & Pevzner, M. (2010). Conditional accounting conservatism and future negative surprises: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(4), 311-329.
- Klapper, L. F. & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), p. 703-728.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). Critical Mass: the Impact of Three or More Women on Corporate Boards. *Organizational dynamics*, 37(2), 145-164.
- Kormendi, R., & Lipe, R. (1987). Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of business*, 60(3)323-345.
- Kothari, C. R. (2004). *Research methodology: Methods and techniques*. New Age International.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Krishnan, G. V. & Visvanathan, G. (2008). Does the SOX Definition of an Accounting Expert Matter? The Association between Audit Committee Directors' Accounting Expertise and Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 25(3), 827-57.
- Krishnan, J. (2005). Audit committee quality and internal control: An empirical analysis. *The accounting review*, 80(2), 649-675.
- Kyaw, K., Olugbode, M., & Petracci, B. (2015). Does gender diverse board mean less earnings management?. *Finance Research Letters*, 14, 135-141.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Lafond, R., & Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 46(1), 101-135.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14(1), 161-201.

- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Leblanc, R., Giles, J. (2006). The Coming Revolution in Corporate Governance. *Ivey Business Journal*, set/out 2003. Disponível em: <<http://iveybusinessjournal.com/publication/the-coming-revolution-in-corporate-governance/>>, acesso em 23 de março de 2015.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527.
- Lev, B. (1983). Some economic determinants of time-series properties of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 31-48.
- Lev, B., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting research*, 31(2), 190-215.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and economics*, 45(2), 221-247.
- Liu, Q., & Lu, Z. J. (2007). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 881-906.
- Lima, G. A. S. F; Fonseca, J. A. S & Brito, G. A. S. (2009). Conservadorismo nos resultados contábeis dos bancos em Portugal. Congresso USP. *Anais eletrônicos*.
- Lopes, A. B. (2009). *The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil* (Doctoral dissertation, The University of Manchester).
- Lopes, A.B., & Walker, M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. In: *AAA Annual Meeting*, Anaheim, Califórnia, 2008. Disponível em <<http://www.ssrn.com>>.
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Maltby, J. (1997). The concurrent validity of a short measure of social conservatism among English students. *Personality and individual differences*, 23(5), 901-903.

- Mansor, N., Che-Ahmad, A., Ahmad-Zaluki, N. A., & Osman, A. H. (2013). Corporate governance and earnings management: A study on the Malaysian family and non-family owned PLCs. *Procedia Economics and Finance*, 7, 221-229.
- Martinez, A. L. (2010). Quando o Conselho de Administração e a Auditoria evitam o Gerenciamento de Resultados? Evidências Empíricas para Empresas Brasileiras. *RIC-Revista de Informação Contábil*, 4(1), 76-93.
- Martins, G. de A., & Theóphilo, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas* (2007). São Paulo: Atlas.
- Mendes-da-Silva, W. (2010). *Board interlocking, desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras listadas em bolsa: análise sob a ótica da teoria dos grafos e de redes sociais* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Miller, M. Rock, K. (1985). Dividend policy, growth and valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), p. 411-433.
- Mulaik, S. A. (1990). Blurring the distinction between component analysis and common factor analysis. *Multivariate Behavioral Research*, 25(1), 53-59.
- Nobel, C. (2013). How to address the lack of women in the boardroom. *Forbes*. 14 de janeiro. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/hbsworking-knowledge/2013/01/14/how-to-address-the-lack-of-women-in-the-boardroom/>>, acessado em 2 de fevereiro de 2016.
- Nugroho, B. Y., & Eko, P. U. (2012). Board characteristics and earning management. *Journal of Administrative Science & Organization*, 18(1), 1-10.
- Ord, K. 1996. Review of Outliers in Statistical Data, 3rd ed., by V. Barnett and T. Lewis. *International Journal of Forecasting* 12, 175-176.
- Pande, Rohini; Ford, Deanna. (2011). Gender quotas and female leadership: A review. *World Development Report 2012*.
- Park, S., & Shin, H. (2015). Earnings Persistence Over The Macroeconomic Cycle: Evidence From Korea. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 31(6), 1145-1164.
- Park, Y. W., & Shin, H. H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of corporate Finance*, 10(3), 431-457.

- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2003). Managerial equity ownership and the demand for outside directors. *European Financial Management*, 9(2), 231-250.
- Pereira, A. N., & Vilaschi, A. (2006). Governança Corporativa e Contabilidade: explorando noções e conexões. *Anais do Simpósio FUCAPE de Produção Científica, Espírito Santo, Vitória, Brasil*, 4, 102-117.
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2010). Female executives and earnings management. *Managerial Finance*, 36(7), 629-645.
- Peterson, D., Rhoads, A., & Vaught, B. C. (2001). Ethical beliefs of business professionals: A study of gender, age and external factors. *Journal of Business Ethics*, 31(3), 225-232.
- Pimentel, R. C., & Aguiar, A. B. (2012). Persistência de lucros trimestrais: uma investigação empírica no Brasil. *Brazilian Business Review*, 9(Especial), 39-57.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571.
- Prado, Emanuel de A. (2013). Gerenciamento de resultados em empresas listadas no Brasil: análise dos mecanismos internos e externos de governança corporativa. Dissertação de Mestrado, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, Brasil.
- PriceWaterHouseCoopers – PWC. (2007) *Comitês de auditoria no Brasil: melhores práticas de governança – o desafio ainda continua*. 2ª ed. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/publicacoes/assets/melhores-praticas-07.pdf>, acesso em 30 de novembro de 2015.
- Rahman, R. A., & Ali, F. H. M. (2006). Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 783-804.
- Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 145-171.
- Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2012). Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 98-114.
- Ray, J. J. (1985). What old people believe: Age, sex, and conservatism. *Political Psychology*, 6(3), 525-528.

- Ruch, G. W., & Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34, 17-38.
- Şabac, F. (2008). Dynamic incentives and retirement. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 172-200.
- Santos, C. M. (2003). Tradições e contradições da pós-graduação no Brasil. *Educ. Soc*, 24(83), 627-641.
- Santos, R. L., & da Silveira, A. D. M. (2007). Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. *Revista Brasileira de Finanças*, 5(2), 125-163.
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Sarlo Neto, A. S., Galdi, F. C., & Dalmácio, F. Z. (2009). Uma pesquisa sobre o Perfil das Ações brasileiras que reagem à publicação dos Resultados Contábeis. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(6), 22-40.
- Sarlo Neto, A. (2004). *A relação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCEPE, Vitória, Brasil.
- Sarlo Neto, A., Loss, L., Nossa, V., & Teixeira, A. J. C. (2003, out.). Uma Investigação sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro. In 3º CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17(Supplement), 97-110.
- Setia-Atmaja, L., Haman, J., & Tanewski, G. (2011). The role of board independence in mitigating agency problem II in Australian family firms. *The British Accounting Review*, 43(3), 230-246.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

- Silveira, A. D. M. D. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Silveira, A. D. M. D. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Siregar, S. V., & Utama, S. (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, 43(1), 1-27.
- Sivaramakrishnan, S., & Yu, S. C. (2008, April). On the association between corporate governance and earnings quality. AAA. Disponível em <<http://www.ssrn.com/abstract=1014243>>. Acesso em 02 de set. 2012.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? (Digest summary). *Accounting review*, 71(3), 289-315.
- Snook, S. C. & Gorsuch, R. L. (1989). Principal component analysis versus common factor analysis: a monte carlo study. *Psychological Bulletin*, 106(1), 148-154.
- Sonza, I. B., & de Oliveira Kloeckner, G. (2014). A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras?. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160.
- Souza, L. de M. (2011). Legibilidade dos Formulários de Referência das Empresas Participantes dos Níveis de Governança Corporativa no Brasil. *8º Congresso USP de Iniciação científica*.
- Sternberg, L., Leal, R. P., & Bortolon, P. M. (2011). Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. *International Journal of Disclosure and Governance*, 8(3), 213-228.
- Tinoco, J. E. P., Escuder, S. A. L., & Yoshitake, M. (2011). O Conselho Fiscal e a Governança Corporativa: Transparência e Gestão de Conflitos DOI: 10.5007/2175-8069.2011v8n16p175. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 175-202.
- Torres, D., Bruni, A. L., Rivera-Castro, M. A., & Martinez, A. L. (2010). Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil

DOI: 10.5007/2175-8069.2010 v7n13p11. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 11-34.

- Trapp, A. C. G. (2009). *A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Truett, K. R. (1993). Age differences in conservatism. *Personality and Individual Differences*, 14(3), 405-411.
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public policy*, 19(2), 139-160.
- Wang, L. (2015). *Board Gender Diversity and Accounting Conservatism: Evidence from Finland*. Master's Thesis. 74pp., Olulu Business School, Finland.
- Wang, Y., & Campbell, M. (2012). Corporate governance, earnings management, and IFRS: Empirical evidence from Chinese domestically listed companies. *Advances in Accounting*, 28(1), 189-192.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities. *Accounting horizons*, 17(4), 287-301.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice-Hall.
- Wilson, G. (2013). *The Psychology of Conservatism (Routledge Revivals)*. Routledge.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. The MIT Press, London, England.
- Xia, D., & Zhu, S. (2009). Corporate governance and accounting conservatism in China. *China Journal of Accounting Research*, 2(2), 81-108.
- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of corporate finance*, 9(3), 295-316.

- Xue, S., & Hong, Y. (2016). Earnings management, corporate governance and expense stickiness. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 41-58.
- Ye, K. (2014). Independent director cash compensation and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 391-400.
- Ye, K., Zhang, R., & Rezaee, Z. (2010). Does top executive gender diversity affect earnings quality? A large sample analysis of Chinese listed firms. *Advances in Accounting*, 26(1), 47-54.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.
- Yunos, R. M., Ahmad, S. A., & Sulaiman, N. (2014). The influence of internal governance mechanisms on accounting conservatism. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 164, 501-507.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693-710.

APÊNDICE A1

Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2013[¥]

[illegible]

	itreinexec	canonadm	caadm	cacont	caindep	caindep2	cacontrol	ibusy	ibusy2	rfix12	rvar12	rpartluc12
itreinexec												
canonadm	1											
caadm	-0,1934	1										
cacont	0,1835	-0,9903	1									
caindep		-0,2272	0,228	1								
caindep2		-0,2069	0,2056		1							
cacontrol	0,1124	-0,1224	0,1169		0,1686	1						
ibusy					-0,2022	0,2372	1					
ibusy2					0,1724			1				
rfix12					0,1304			0,8576	1			
rvar12					0,2		-0,1356			1		
rpluc12					0,162				0,1143	0,1331	1	
rbenposemp12										0,1401	0,4994	1
rbencescar12	0,1601							0,1724	0,1784	0,1529	0,3791	0,3042
racoes12											0,1442	0,157
	rbenposemp12	rbencescar12	racoes12									
rbenposemp12	1											
rbencescar12		1										
racoes12		0,1559	1									

Fonte: Dados da pesquisa.

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APÊNDICE A2

*Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2012**

	Freqreu	qcons	qconss	qhom	qmulh	mandato	idademin	idademax	idademed	ipos	imdm	imdd
freqreu	1											
qcons		1										
qconss		0,3242	1									
qhom				1								
qmulh				-0,874	1							
mandato		-0,135				1						
idademin		-0,403	-0,3295			0,1134	1					
idademax		0,1697					0,1646	1				
idademed		-0,1637	-0,2459				0,7072	0,6759	1			
ipos		0,2076		0,1198	-0,1156		-0,1669		-0,2189	1		
imdm		0,27							-0,1141	0,3943	1	
imdd	0,1218	0,1993				-0,1227					0,367	1
itreinexec										0,1592		
canonadm		-0,1369		-0,1896	0,273		0,1702	0,1743	0,1869	-0,38	-0,2958	-0,1614
caadm		0,1359		0,2972	-0,261		-0,171	-0,175	-0,1948	0,4006	0,323	0,1719
cacont										0,1494		
caindp		0,2549		0,21	-0,2018	-0,2412	-0,1895			0,1091	0,1483	
caindp2		0,2583		0,1381			-0,1453			0,1689	0,1407	
cacontrol						0,1917			0,2081			
ibusy		0,2136	0,1809	0,1769	-0,1344	-0,1316		0,1239			0,143	
ibusy2		0,2056	0,2123	0,1169				0,1454			0,1278	
rfix11												0,1528
rvar11		0,1315						0,1649	0,1257			
rpluc11				-0,1174				0,1317	0,1597			
rbenposemp11												
rbencescar11												
racoes11		0,1601			-0,1141							

	itreinexec	canonadm	caadm	cacont	caindep	caindep2	cacontrol	ibusy	ibusy2	rfix11	rvar11	rpartluc11
itreinexec	1											
canonadm	-0,211	1										
caadm	0,1612	-0,9524	1									
cacont		-0,2487	0,2727	1								
caindep	0,1559	-0,1936	0,2154		1							
caindep2		-0,1174	0,1879		0,1486	1						
cacontrol					-0,2124	0,3384	1					
ibusy	0,1207				0,1936	0,1218		1				
ibusy2					0,1589			0,8839	1			
rfix11							-0,1174			1		
rvar11	0,1219				0,1143			0,171	0,1741		1	
rpluc11						-0,2171				0,157	0,5518	1
rbenposemp11	0,1754							0,138	0,1359	0,1367	0,3333	0,1619
rbencescar11												
racoes11					0,2399		-0,1147	0,1525	0,1479		0,4943	
	rbenposemp11	rbencescar11	racoes11									
rbenposemp11	1											
rbencescar11		1										
racoes11			1									

Fonte: Dados da pesquisa.

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APÊNDICE A3

*Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2011**

	freqreu	qcons	qconss	Qhom	qmulh	mandato	idademin	idademax	idademed	ipos	imdm	imdd
freqreu	1											
qcons		1										
qconss		0,3587	1									
qhom				1								
qmulh		-0,1421		-0,89	1							
mandato		-0,1129				1						
idademin		-0,3546	-0,3327			0,1436	1					
idademax		0,2029					0,1461	1				
idademed			-0,2499				0,6882	0,6932	1			
ipos		0,246	0,1338				-0,1977		-0,2224	1		
imdm		0,2907	0,1273				-0,174		-0,1883	0,4022	1	
imdd		0,1749				-0,1378				0,2246	0,378	1
itreinexec		0,1308								0,1506	0,1618	0,1997
canonadm		-0,1752		-0,1921	0,2763		0,1939	0,2195	0,2251	-0,4185	-0,3616	-0,2354
caadm		0,1598		0,289	-0,2671		-0,1717	-0,2113	-0,2078	0,4451	0,3665	0,2261
cacont										0,1475	0,1181	
ca indep		0,2177		0,1664	-0,1483	-0,21	-0,115			0,158	0,1619	0,1255
ca indep2		0,335	0,1186	0,1192	-0,1325	-0,1193	-0,2687		-0,1358	0,1465	0,2061	
cacontrol									0,1144			
ibusy		0,2115		0,1339	-0,1084			0,2058			0,1269	0,1233
ibusy2		0,2066	0,1291					0,197				
rfix10												0,1331
rvar10		0,1574						0,1771	0,1146			
rpluc10								0,1452	0,135			
rbenposemp10												
rbencescar10												
racoes10		0,1929				-0,1174						

	itreinexec	canonadm	caadm	cacont	caindep	caindep2	cacontrol	ibusy	ibusy2	rfix10	rvar10	rpartluc10
itreinexec	1											
canonadm	-0,1434	1										
caadm	0,1424	-0,9422	1									
cacont		-0,2445	0,2584	1								
caindep	0,125	-0,1655	0,1894		1							
caindep2		-0,1936	0,2129		0,1992	1						
cacontrol					-0,2276	0,2487	1					
ibusy	0,1117				0,1554	0,1308		1				
ibusy2					0,1626			0,8737	1			
rfix10							-0,1185			1		
rvar10				-0,1448				0,185	0,1776		1	
rpluc10										0,195	0,5562	1
rbenposemp10	0,1753									0,158	0,3318	0,1456
rbencescar10												
racoes10					0,1722			0,1735	0,1706		0,5027	
rbenposemp10 rbencescar10 racoes10												
rbenposemp10	1											
rbencescar10		1										
racoes10			1									

Fonte: Dados da pesquisa.

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APÊNDICE A4

Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CAs constantes dos FRs de 2010[§]

[illegible]

	itreinexec	canonadm	caadm	cacont	caindep	caindep2	cacontrol	ibusy	ibusy2	rfix09	rvar09	rpartluc09
itreinexec	1											
canonadm	-0,1982	1										
caadm	0,1979	-0,9629	1									
cacont		-0,2448	0,2473	1								
caindep		-0,1821	0,1882		1							
caindep2						1						
cacontrol					-0,3334		1					
ibusy					0,1799	0,25		1				
ibusy2					0,2001	0,2014		0,8449	1			
rfix09							-0,1843			1		
rvar09	0,1461							0,1564	0,1807		1	
rpluc09										0,1584	0,5876	1
rbenposemp09					0,1503						0,1256	0,1998
rbencescar09											0,1396	
racoes09	0,1184				0,1678			0,1857	0,2192		0,4752	
rbenposemp09 rbencescar09 racoes09												
rbenposemp09	1											
rbencescar09		1										
racoes09			1									

Fonte: Dados da pesquisa

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APÊNDICE B1

Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2013[¶]

[illegible]

rbencescarcf12												
racoescf12												
	itreinexec	cfnonadm	cfadm	cfcont	cfindep	cfindep2	cfcontrol	cfon	cfpn	ibusy	ibusy2	rfixcf12
itreinexec	1											
cfnonadm		1										
cfadm		-0,9969	1									
cfcont		-0,5224	0,5267	1								
cfindep					.							
cfindep2						1						
cfcontrol							1					
cfon		-0,2838	0,2719				-0,7802	1				
cfpn		0,3066	-0,282					-0,3521	1			
ibusy										1		
ibusy2										1	1	
rfixcf12												1
rvarcf12												-0,6853
rplucf12												
rbemposempcf12												
rbencescarcf12												
racoescf12												
	rvarcf12	rpartlucf12	rbemposempcf12	rbencescarcf12	racoescf12							
rvarcf12	1											
rplucf12		.										
rbemposempcf12			.									
rbencescarcf12				.								
racoescf12					.							

Fonte: Dados da pesquisa

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APÊNDICE B2

Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2012[¥]

[illegible]

rbencescarcf11													
racoescf11													
	itreinexec	cfnonadm	cfadm	cfcont	cfindep	cfindep2	cfcontrol	cfon	cfpn	ibusy	ibusy2	rfixcf11	
itreinexec	1												
cfnonadm		1											
cfadm		-0,9204	1										
cfcont		-0,4849	0,5091	1									
cfindep					.								
cfindep2		0,2531				1							
cfcontrol						0,356	1						
cfon							-0,7747	1					
cfpn						0,2898		-0,3001	1				
ibusy		0,3217	-0,2498							1			
ibusy2		0,3192	-0,2403							0,9284	1		
rfixcf11												1	
rvarcf11													-0,5896
rplucf11													
rbemposempcf11													
rbencescarcf11													
racoescf11													
	rvarcf11	rpartlucf11	rbemposempcf11	rbencescarcf11	racoescf11								
rvarcf11	1												
rplucf11		.											
rbemposempcf11			.										
rbencescarcf11				.									
racoescf11					.								

Fonte: Dados da pesquisa

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APÊNDICE B3

Matriz de Correlação de Pearson para variáveis dos CFs constantes dos FRs de 2011[§]

[illegible]

rbencescarcf10												
racoescf10												
	itreinexec	cfnonadm	cfadm	cfcont	cfindep	cfindep2	cfcontrol	cfon	cfpn	ibusy	ibusy2	remfix10
itreinexec	1											
cfnonadm		1										
cfadm		-0,9906	1									
cfcont		-0,5005	0,4888	1								
cfindep					.							
cfindep2						1						
cfcontrol				-0,3445			1					
cfon				0,3264			-0,8141	1				
cfpn								-0,3435	1			
ibusy						-0,3234				1		
ibusy2						-0,3288				0,9797	1	
rfixcf10												1
rvarcf10												-0,5427
rplucf10												
rbemposempcf10												
rbencescarcf10												
racoescf10												
	rvarcf10	rpartlucf10	rbemposempcf10	rbencescarcf10	racoescf10							
rvarcf10	1											
rplucf10		.										
rbemposempcf10			.									
rbencescarcf10				.								
racoescf10	0,4104				1							

Fonte: Dados da pesquisa

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APÊNDICE B4

Matriz de Correlação de Pearson para variáveis do CFs constantes dos FRs de 2010[¥]

[illegible]

rbencescarcf09												
racoescf09												
	itreinexec	cfnonadm	cfadm	cfcont	cfindep	cfindep2	cfcontrol	cfon	cfpn	ibusy	ibusy2	remfix09
itreinexec	1											
cfnonadm		1										
cfadm		-0,9835	1									
cfcont		-0,4935	0,4772	1								
cfindep					.							
cfindep2						1						
cfcontrol				-0,2316			1					
cfon				0,2068			-0,8425	1				
cfpn								-0,3877	1			
ibusy										1		
ibusy2		0,2271	-0,2129							0,9177	1	
rfixcf09									0,2094			1
rvarcf09		0,226	-0,2188									
rpluccf09												
rbemposempcf09												
rbencescarcf09												
racoescf09												-0,2081
	rvarcf09	rpartluccf09	rbemposempcf09	rbencescarcf09	racoescf09							
rvarcf09	1											
rpluccf09		.										
rbemposempcf09			.									
rbencescarcf09				.								
racoescf09	0,5589				1							

Fonte: Dados da pesquisa

‡ A respectiva matriz só apresenta correlações significantes a pelo menos 5%.

APENDICE C1

Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2013)

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	Fator 6	Fator 7	Singul.	Comun.
freqreu								0,7834	0,2166
qcons					0,5757			0,5245	0,4755
qconss					0,5716			0,5384	0,4616
qmulh								0,7596	0,2404
mandato								0,7785	0,2215
idademin	0,6162				-0,5179			0,2893	0,7107
idademax	0,7245							0,2897	0,7103
idademed	0,9299							0,0976	0,9024
ipos				0,6141				0,5428	0,4572
imdm								0,6346	0,3654
imdd								0,6986	0,3014
itreinexec								0,7998	0,2002
caadm				0,636				0,5281	0,4719
cacont								0,7891	0,2109
caindep						0,5403		0,6334	0,3666
caindep2								0,7858	0,2142
cacontrol								0,7506	0,2494
ibusy		0,8856						0,2083	0,7917
ibusy2		0,8876						0,2037	0,7963
rfix12								0,7624	0,2376
rvar12			0,7996					0,3028	0,6972
rpluc12			0,608					0,5464	0,4536
rbenposemp12								0,642	0,358
rbencescar12								0,7747	0,2253
racoes12							0,5529	0,5192	0,4808

Nota: As lacunas das tabelas representam cargas fatoriais abaixo de (0,50) e os destaques representam fatores com *eigenvalues* acima de 1,00. Freqreu = frequência das reuniões; qcons = quantidade de conselheiros efetivos; qconss = quantidade de conselheiros suplentes; qmulh = quantidade de mulheres no conselho; ipos = proporção de conselheiros com pós *lato sensu*; imdm = proporção de conselheiros mestres; imdd = proporção de conselheiros doutores; itreinexec = proporção de conselheiros que fizeram treinamento executivo; caadm = proporção de membros com formação básica em administração, contabilidade e/ou economia; cacont = proporção de conselheiros com formação básica em contabilidade; caindep = proporção de conselheiros independentes; caindep2 = proporção de membros que não fazem parte da diretoria executiva da empresa; cacontrol = proporção de membros indicados pelo controlador; ibusy = proporção de membros que participam de dois conselhos; ibusy2 = proporção de membros que participam de três ou mais conselhos; rfix = logarítimo da remuneração fixa proporcional aos membros; rvar = logarítimo da remuneração variável proporcional aos membros; rpluc = logarítimo da remuneração com base na participação nos lucros, proporcional aos membros; rposemp = logarítimo da remuneração baseada em benefícios pós-emprego proporcional aos membros; rcescargo = logarítimo da remuneração baseada em cessação de cargo proporcional aos membros; racoes = logarítimo da remuneração baseada em ações proporcional aos membros.

Fonte: Dados da pesquisa.

APÊNDICE C2
Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2012)

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	Fator 6	Fator 7	Singul.	Comun.
freqreu								0,7775	0,2225
qcons				0,5012				0,6063	0,3937
qconss				0,5466				0,5957	0,4043
qmulh								0,7209	0,2791
mandato								0,779	0,221
idademin				-0,6548				0,315	0,685
idademax		0,8087						0,2547	0,7453
idademed		0,8739						0,0994	0,9006
ipos					0,5106			0,6181	0,3819
imdm						0,5142		0,5782	0,4218
imdd						0,5776		0,6432	0,3568
itreinexec								0,7683	0,2317
caadm					0,6574			0,5046	0,4954
cacont								0,7812	0,2188
caindep								0,6179	0,3821
caindep2							0,5062	0,6805	0,3195
cacontrol							0,5893	0,5629	0,4371
ibusy	0,9054							0,1601	0,8399
ibusy2	0,9065							0,1628	0,8372
rfix11								0,7897	0,2103
rvar11			0,7955					0,2658	0,7342
rpluc11			0,6093					0,5251	0,4749
rbenposemp11								0,6749	0,3251
racoes11								0,4804	0,5196

Nota: As lacunas das tabelas representam cargas fatoriais abaixo de (0,50) e os destaques representam fatores com *eigenvalues* acima de 1,00. Freqreu = frequência das reuniões; qcons = quantidade de conselheiros efetivos; qconss = quantidade de conselheiros suplentes; qmulh = quantidade de mulheres no conselho; ipos = proporção de conselheiros com pós *lato sensu*; imdm = proporção de conselheiros mestres; imdd = proporção de conselheiros doutores; itreinexec = proporção de conselheiros que fizeram treinamento executivo; caadm = proporção de membros com formação básica em administração, contabilidade e/ou economia; cacont = proporção de conselheiros com formação básica em contabilidade; caindep = proporção de conselheiros independentes; caindep2 = proporção de membros que não fazem parte da diretoria executiva da empresa; cacontrol = proporção de membros indicados pelo controlador; ibusy = proporção de membros que participam de dois conselhos; ibusy2 = proporção de membros que participam de três ou mais conselhos; rfix = logarítimo da remuneração fixa proporcional aos membros; rvar = logarítimo da remuneração variável proporcional aos membros; rpluc = logarítimo da remuneração com base na participação nos lucros, proporcional aos membros; rposemp = logarítimo da remuneração baseada em benefícios pós-emprego proporcional aos membros; rcescargo = logarítimo da remuneração baseada em cessação de cargo proporcional aos membros; racoes = logarítimo da remuneração baseada em ações proporcional aos membros.

Fonte: Dados da pesquisa.

APÊNDICE C3

Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2011)

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	Fator 6	Fator 7	Singul.	Comun.
freqreu								0,7969	0,2031
qcons					0,5408			0,5769	0,4231
qconss					0,5064			0,6438	0,3562
qmulh								0,7803	0,2197
mandato								0,7385	0,2615
idademin	0,6252				-0,5268			0,262	0,738
idademax	0,753							0,2183	0,7817
idademed	0,9368							0,0843	0,9157
ipos			0,5408					0,6197	0,3803
imdm			0,6043					0,5717	0,4283
imdd			0,5129					0,6275	0,3725
itreinexec								0,7799	0,2201
caadm			0,6593					0,4623	0,5377
cacont								0,8307	0,1693
cainddep						0,5477		0,6193	0,3807
cainddep2								0,7887	0,2113
cacontrol						-0,5282		0,6778	0,3222
ibusy		0,9023						0,1725	0,8275
ibusy2		0,8997						0,1837	0,8163
rfix10								0,7344	0,2656
rvar10				0,7848				0,2459	0,7541
rpluc10				0,6735				0,4647	0,5353
rbenposemp10								0,6766	0,3234
racoes10							0,6327	0,4849	0,5151

Nota: As lacunas das tabelas representam cargas fatoriais abaixo de (0,50) e os destaques representam fatores com *eigenvalues* acima de 1,00. Freqreu = frequência das reuniões; qcons = quantidade de conselheiros efetivos; qconss = quantidade de conselheiros suplentes; qmulh = quantidade de mulheres no conselho; ipos = proporção de conselheiros com pós *lato sensu*; imdm = proporção de conselheiros mestres; imdd = proporção de conselheiros doutores; itreinexec = proporção de conselheiros que fizeram treinamento executivo; caadm = proporção de membros com formação básica em administração, contabilidade e/ou economia; cacont = proporção de conselheiros com formação básica em contabilidade; caindep = proporção de conselheiros independentes; caindep2 = proporção de membros que não fazem parte da diretoria executiva da empresa; cacontrol = proporção de membros indicados pelo controlador; ibusy = proporção de membros que participam de dois conselhos; ibusy2 = proporção de membros que participam de três ou mais conselhos; rfix = logarítimo da remuneração fixa proporcional aos membros; rvar = logarítimo da remuneração variável proporcional aos membros; rpluc = logarítimo da remuneração com base na participação nos lucros, proporcional aos membros; rposemp = logarítimo da remuneração baseada em benefícios pós-emprego proporcional aos membros; rcescargo = logarítimo da remuneração baseada em cessação de cargo proporcional aos membros; racoes = logarítimo da remuneração baseada em ações proporcional aos membros.

Fonte: Dados da pesquisa.

APÊNDICE C4
Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica para o CA (FR2010)

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	Fator 6	Fator 7	Singul.	Comun.
freqreu								0,7851	0,2149
qcons							0,5872	0,4678	0,5322
qconss							0,5251	0,6079	0,3921
qmulh								0,7866	0,2134
mandato								0,8035	0,1965
idademin		0,8497						0,2622	0,7378
idademax					0,8224			0,2554	0,7446
idademed		0,72			0,5847			0,1068	0,8932
ipos								0,5249	0,4751
imdm				0,6947				0,4097	0,5903
imdd				0,6712				0,4636	0,5364
itreinexec								0,6303	0,3697
caadm								0,4493	0,5507
cacont								0,7905	0,2095
caindep						0,6049		0,5443	0,4557
caindep2								0,734	0,266
cacontrol						-0,5724		0,6169	0,3831
ibusy	0,8725							0,2085	0,7915
ibusy2	0,8629							0,2298	0,7702
rfix09								0,7243	0,2757
rvar09			0,799					0,2131	0,7869
rpluc09			0,7561					0,3364	0,6636
rbenposemp09								0,7853	0,2147
rbencescar09								0,6851	0,3149
racoes09								0,4571	0,5429

Nota: As lacunas das tabelas representam cargas fatoriais abaixo de (0,50) e os destaques representam fatores com *eigenvalues* acima de 1,00. Freqreu = frequência das reuniões; qcons = quantidade de conselheiros efetivos; qconss = quantidade de conselheiros suplentes; qmulh = quantidade de mulheres no conselho; ipos = proporção de conselheiros com pós *lato sensu*; imdm = proporção de conselheiros mestres; imdd = proporção de conselheiros doutores; itreinexec = proporção de conselheiros que fizeram treinamento executivo; caadm = proporção de membros com formação básica em administração, contabilidade e/ou economia; cacont = proporção de conselheiros com formação básica em contabilidade; caindep = proporção de conselheiros independentes; caindep2 = proporção de membros que não fazem parte da diretoria executiva da empresa; cacontrol = proporção de membros indicados pelo controlador; ibusy = proporção de membros que participam de dois conselhos; ibusy2 = proporção de membros que participam de três ou mais conselhos; rfix = logarítimo da remuneração fixa proporcional aos membros; rvar = logarítimo da remuneração variável proporcional aos membros; rpluc = logarítimo da remuneração com base na participação nos lucros, proporcional aos membros; rposemp = logarítimo da remuneração baseada em benefícios pós-emprego proporcional aos membros; rcescargo = logarítimo da remuneração baseada em cessação de cargo proporcional aos membros; racoes = logarítimo da remuneração baseada em ações proporcional aos membros.

Fonte: Dados da pesquisa.