

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE**

ADHMIR RENAN VOLTOLINI GOMES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEUS DETERMINANTES: UM ESTUDO COM
A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL, COMPETITIVIDADE DE
MERCADO E RISCO NÃO SISTÊMICO**

CASCADEL

2018

ADHMIR RENAN VOLTOLINI GOMES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEUS DETERMINANTES: UM ESTUDO COM
A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL, COMPETITIVIDADE DE
MERCADO E RISCO NÃO SISTÊMICO**

**CORPORATE GOVERNANCE AND ITS DETERMINANTS: A STUDY WITH THE
QUALITY OF ACCOUNTING INFORMATION, MARKET COMPETITIVENESS
AND NON-SYSTEMIC RISK.**

**DISSERTAÇÃO APRESENTADA AO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTABILIDADE (PPGC) DA UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ
COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE EM
CONTABILIDADE**

ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE FINANCEIRA E FINANÇAS

ORIENTADOR: PROFESSOR DOUTOR GILMAR RIBEIRO DE MELLO

Cascavel

2018

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Sistema de Bibliotecas - UNIOESTE)

Gomes, Admir Renan Voltolini.

G612g Governança corporativa e seus determinantes: um estudo com a qualidade da informação contábil, competitividade de mercado e risco não sistêmico / Admir Renan Voltolini Gomes. --- Cascavel (PR), 2018.

112 f.

Orientador: Professor Doutor Gilmar Ribeiro de Mello
Dissertação (Mestrado em Contabilidade)
Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Campus de Cascavel,
2018, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-
Graduação em Contabilidade.
Inclui bibliografia

1. Endogeneidade da governança. 2. Práticas de governança 3.
Predição da governança. I. Mello, Gilmar Ribeiro de. II Universidade
Estadual do Oeste do Paraná. III Título.

657.839

Rosângela A. A. Silva – CRB 9ª/1810



unioeste

Universidade Estadual do Oeste do Paraná

Campus de Cascavel CNPJ 78680337/0002-65
Rua Universitária, 2069 - Jardim Universitário - Cx. P. 000711 - CEP 85819-110
Fone:(45) 3220-3000 - Fax:(45) 3324-4566 - Cascavel - Paraná



PARANÁ
GOVERNO DO ESTADO

ADHMIR RENAN VOLTOLINI GOMES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEUS DETERMINANTES: UM ESTUDO COM A
QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL, COMPETITIVIDADE DE MERCADO E
RISCO NÃO SISTÊMICO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade em
cumprimento parcial aos requisitos para obtenção do título de Mestre em Contabilidade, área
de concentração Controladoria, linha de pesquisa Contabilidade Financeira e Finanças.
APROVADO pela seguinte banca examinadora:

Orientador - Gilmar Ribeiro de Mello Dr.

Universidade Estadual do Oeste do Paraná - Campus de Francisco Beltrão (UNIOESTE)

Denis Dall'asta Dr.

Universidade Estadual do Oeste do Paraná - Campus de Cascavel (UNIOESTE)

Romildo de Oliveira Moraes Dr.

Universidade Estadual de Maringá (UEM)

Cascavel, 25 de maio de 2018

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por guiar o meu caminho e por me propiciar mais este desafio; o qual foi percorrido com muito estudo, muita determinação e até mesmo com um pouco de alegria e ansiedade, mas que em todos os momentos me deu a graça de vencer com sabedoria.

Ao meu pai, Ademar, e à minha mãe, Maria, por sempre me incentivarem a lutar pelos meus sonhos; inclusive este de ser mestre.

Ao meu orientador, Professor Dr. Gilmar Ribeiro de Mello pela paciência e apoio tanto na escolha do estágio de docência, que me permitiu aprofundar um pouco o conhecimento em econometria, quanto pelos sábios direcionamentos que foram fundamentais para lapidar este trabalho.

A todos os professores que sempre trouxeram desafios e meios para a busca do conhecimento, e ainda, nos tornaram pessoas melhores. Dentre esses desafios, vale destacar os incontáveis *positions* da Profa. Dra. Silvana, das inestimáveis reflexões teóricas do Prof. Dr. Aládio, dos ensinamentos sobre docência do Prof. Dr. Sidnei, das explicações dos betas da Profa. Dr. Piedade, das leituras exigidas para as aulas da Profa. Dra. Delci, dos seminários de governança corporativa das aulas do meu orientador. A todos os professores, o meu profundo respeito e admiração.

O meu agradecimento também se destina a todos os meus colegas de turma que me ajudaram em cada seminário, trabalho, artigos e provas. Em especial ao Samuel e Rafael pela parceria nos artigos e pela perseverança nos momentos difíceis, e também, ao Roberto pelo carisma e incentivos.

Por fim, agradeço a todos que de certa forma contribuíram com a minha caminhada até este importante marco da minha vida.

RESUMO

Gomes, A. R. V. (2018). *Governança corporativa e seus determinantes: um estudo com a qualidade da informação contábil, competitividade de mercado e risco não sistêmico*. Dissertação de Mestrado, Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel, PR, Brasil.

O presente estudo objetivou analisar as chances do desempenho econômico e financeiro, da qualidade da informação contábil, competitividade e risco determinarem os conjuntos de práticas de governança corporativa do próximo exercício. Para isso, a fundamentação teórica aborda desde a teoria da agência, que demonstra os interesses e as relações do principal e o agente, até a governança corporativa e seus mecanismos, bem como a qualidade da informação e suas métricas e a competitividade. Outros pontos de relevância para esta pesquisa são também o risco não sistemático e o desempenho econômico e financeiro das empresas. O presente estudo foi realizado de acordo com a abordagem quantitativa. Para analisar os objetivos dessa pesquisa foi utilizada a regressão logística, na qual a variável dependente refere-se ao conjunto de práticas de governança corporativa mais exigente da BM&FBOVESPA, o Novo Mercado. Contudo, o recorte temporal refere-se ao ano posterior das características das empresas, logo, os resultados obtidos em 2016 atuam como determinantes das práticas de governança do ano de 2017. A amostra é composta pelas empresas que compõem o Índice Bovespa. Os resultados encontrados demonstraram coeficientes estatisticamente significantes para determinar as chances e as probabilidades de ocorrer o conjunto de práticas estudado. A implicação teórica evidenciada refere-se à predição das práticas, pois se é possível prever quando as empresas podem adotar um conjunto de práticas de governança corporativa a partir de seus relatórios financeiros, não se pode ignorar que as práticas de governanças são decisões estratégicas. As implicações teóricas também demonstraram que pode ser um equívoco não associar as práticas de governança corporativa das empresas às características internas e externas da empresa, isto é, utilizá-la como variável independente para influenciar as demais sem reconhecer essas limitações. Pode-se afirmar que os conjuntos de práticas de governança corporativa são tão voláteis quanto à qualidade das informações relatadas aos *stakeholders*. E ainda, a volatilidade dos ativos são reflexos dos retornos obtidos por meio das expectativas dos investidores, e assim, os conjuntos de práticas de governança corporativas podem ser uma das formas de transparecer a confiança para os investidores; e por consequência, estabilizar esta volatilidade. O risco também advém do grau de competitividade de mercado, e por meio do índice Herfindahl foi constatado o aumento na probabilidade de ocorrer práticas de governança de acordo com o grau de concentração do mercado. E ainda, foi evidenciado que quando as empresas aumentam o seu desempenho, os principais tendem a exigir as práticas de governança dos agentes com a intenção de diminuir os riscos. E despendem recursos para certificar-se que os resultados obtidos são confiáveis, por meio de práticas governança. Visto que os agentes tendem a adaptar as suas práticas de gestão de acordo com os resultados obtidos, seja por baixo desempenho, ou então, pelo risco associado aos retornos altos que exigem fiscalização das práticas de gestão. Portanto, a dissociação da governança e dos resultados obtidos do mesmo recorte temporal, é importante, pois as práticas de governança estão sobre a decisão que pode ser tomada entre o agente e o principal com antecedência.

Palavras-Chave: Endogeneidade da governança; Práticas de governança; Predição da governança.

ABSTRACT

Gomes, A. R. V. (2018). *Corporate governance and its determinants: a study with the quality of accounting information, market competitiveness and non-systemic risk*. Master dissertation, State University of Western Paraná, Cascavel, PR, Brazil.

The present study aimed to analyze the chances of economic and financial performance, the quality of accounting information, competitiveness, and risk to determine the Code of Best Practice of Corporate Governance for the coming fiscal year. For this purpose, the theoretical foundation approaches from the agency theory, which demonstrates the interests and the relations of the principal and the agent, to the corporate governance and its mechanisms, as well as the quality of the information and its metrics and the competitiveness. Other relevant points in this research are the non-systematic risk and the economic and financial performance of companies. The present study was performed according to the quantitative approach. To analyze the objectives of this research, logistic regression was used. In which the dependent variable refers to BM&FBOVESPA's set of more demanding corporate governance practices, the Novo Mercado. However, the temporal slice refers to the subsequent year of the companies characteristics; so the results obtained in 2016 are determinant for governance practices of 2017. The sample is composed of the companies that are listed in the Bovespa Index. The results showed statistically significant coefficients to determine the chances and the probabilities of occurring the code of practices studied. The theoretical implication evidenced refers to the prediction of practices because if it is possible to predict when companies can adopt a code of practices of corporate governance from their financial reports, one cannot ignore that governance practices are strategic decisions. The theoretical implications have also shown that it may be a mistake to not associate corporate governance practices with the internal and external characteristics of the company, that is, to use it as an independent variable to influence the others without recognizing these limitations. It can be said that corporate governance practices are as volatile as the quality of information reported to stakeholders. Moreover, assets volatility is a reflection of the returns obtained through investor expectations, and thus, corporate governance practices can be one of the means of showing investor confidence, and consequently, stabilize this volatility. The risk also arises from the degree of market competitiveness. Through the Herfindahl index, it was observed an increase in the probability of occurrence of governance practices according to the degree of market concentration. Besides, it was evidenced that when companies increase their performance, the principals tend to demand the agents' governance practices with the intention of reducing the risks. They spend resources to make sure that the results obtained are reliable through governance practices. Since agents tend to adapt their management practices according to the results obtained, either underperformance or the risk associated with the high returns that require supervision of management practices. Therefore, the dissociation governance and results from the same period are important because governance practices are about the decision that can be made between the agent and the principal in advance.

Keywords: Endogeneity of governance; Governance practices; Prediction of governance.

Lista de Figuras

Figura 1. Dissociação entre governança e as influências internas e externas.....	17
Figura 2. Principais mecanismos de governança corporativa.....	27
Figura 3. Grau de exposição ao risco de acordo com o coeficiente beta.....	48
Figura 4. Principais fatores que influenciam os preços das ações.....	50
Figura 5. Recorte temporal das variáveis do estudo.....	63
Figura 6. Gráfico de <i>boxplot</i> das variáveis quantitativa contínuas dos construtos do objetivo A.	74
Figura 7. Gráfico de <i>boxplot</i> das variáveis do construto do objetivo B.	75
Figura 8. Gráfico de <i>boxplot</i> das variáveis do construto do objetivo C.....	77
Figura 9. Curva ROC do construto de relevância perante a governança corporativa.....	80
Figura 10. Curva ROC do construto de tempestividade perante a governança corporativa.....	81
Figura 11. Curva ROC do construto de conservadorismo perante a governança corporativa..	84
Figura 12. Curva ROC do construto de suavização de ganhos perante a governança corporativa.....	86
Figura 13. Curva ROC do construto de discricionariedade dos ganhos perante a governança corporativa.....	89
Figura 14. Curva ROC do construto de risco e competitividade perante a governança corporativa.....	91
Figura 15. Curva ROC do construto de risco e competitividade perante a governança corporativa.....	94

Lista de Quadros

Quadro 1 – Regras inerentes ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA para o ano de 2018.....	30
Quadro 2 – Incentivos que os gestores possuem para gerenciar os resultados.....	40
Quadro 3 – Técnicas comumente utilizadas pelas empresas para o gerenciamento de resultados.....	41
Quadro 4 – Classificação da competitividade de mercado de acordo com o índice Herfindahl	46
Quadro 5 – Variáveis de relevância da informação contábil perante os níveis de governança corporativa.....	64
Quadro 6 – Variáveis da tempestividade da informação contábil perante os níveis de governança corporativa.....	65
Quadro 7 – Variáveis do conservadorismo condicional da informação contábil diante dos níveis de governança corporativa	65
Quadro 8 – Variáveis de suavização de resultados frente os níveis de governança corporativa	66
Quadro 9 – Variáveis de limite de gerenciamento de resultados perante os níveis de governança corporativa.....	67
Quadro 10 – Variáveis do risco e competitividade perante os níveis de governança corporativa	67
Quadro 11 – Variáveis de desempenho econômico e financeiro das empresas perante os níveis de governança corporativa.....	68
Quadro 12 – Ativos que compuseram o índice Bovespa em dezembro de 2017	69

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Segmentos de governança corporativa do IBOVESPA e variável dependente	70
Tabela 2 – Variável dependente e demais <i>Dummies</i>	72
Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas contínuas dos construtos do objetivo A	73
Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis do construto do objetivo B.....	74
Tabela 5 – Estatísticas descritivas das variáveis do construto do objetivo C.....	76
Tabela 6 – Construto de relevância da informação contábil perante a governança corporativa	78
Tabela 7 – Construto de tempestividade da informação contábil perante a governança corporativa.....	80
Tabela 8 – Construto do conservadorismo condicional perante a governança corporativa	82
Tabela 9 – Construto do conservadorismo condicional perante a governança corporativa sem a interação.....	83
Tabela 10 – Construto de suavização de resultado perante a governança corporativa.....	85
Tabela 11 – Construto de suavização de resultado perante a governança corporativa sem interação.....	85
Tabela 12 – Construto de discricionariedade dos ganhos perante a governança corporativa ..	87
Tabela 13 – Construto de discricionariedade dos ganhos perante a governança corporativa sem EM4.....	88
Tabela 14 – Construto de risco e competitividade perante a governança corporativa	90
Tabela 15 – Construto de desempenho econômico e financeiro perante a governança corporativa	92
Tabela 16 – Construto de desempenho econômico e financeiro estatisticamente significativo perante a governança corporativa.....	93

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.1.1 Questão de Pesquisa	18
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	19
1.2.1 Objetivo Geral	19
1.2.2 Objetivos Específicos	19
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO	19
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	21
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
2.2.1 Mecanismos de Governança Corporativa.....	26
2.2.2 Níveis de Governança da BM&FBOVESPA	29
2.3 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	32
2.3.1 Relevância da Informação contábil	33
2.3.2 Tempestividade.....	35
2.3.3 Conservadorismo	37
2.3.4 Gerenciamento de Resultado	39
2.4 COMPETITIVIDADE DE MERCADO	44
2.5 RISCO NÃO SISTEMÁTICO	47
2.6 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO	49
2.7 ESTUDOS ANTERIORES	51
2.7.1 Relevância da Informação contábil e Governança Corporativa	51
2.7.2 Tempestividade da Informação contábil e Governança	54
2.7.3 Conservadorismo Condicional e Governança	55
2.7.4 Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa	57
2.7.5 Competitividade de Mercado e Governança Corporativa	58
2.7.6 Desempenho Econômico e Financeiro e Governança Corporativa	60
2.7.7 Risco não Sistemático e Governança Corporativa	61
3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA.....	63
3.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO PERANTE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	64

3.2 RISCO E COMPETITIVIDADE PERANTE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	67
3.3 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DIANTE DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	68
3.4 AMOSTRA DA PESQUISA.....	69
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	70
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	72
4.1 APRESENTAÇÃO DOS DADOS	72
4.2 ANÁLISE DOS MODELOS ESTIMADOS	77
4.2.1 Relevância perante a governança corporativa	78
4.2.3 Tempestividade perante a governança corporativa	80
4.2.4 Conservadorismo perante a governança corporativa.....	82
4.2.5 Gerenciamento de resultado perante a governança corporativa	84
4.2.6 Risco e Competitividade Perante a Governança Corporativa	89
4.2.7 Desempenho econômico e financeiro perante a governança corporativa.....	92
5 CONCLUSÃO.....	95
REFERÊNCIAS	99

1 INTRODUÇÃO

A relação entre governança corporativa e o desempenho econômico e financeiro é discutida frequentemente na literatura. Existem resultados que atribuem a governança corporativa como fator determinante no desempenho das empresas, bem como existem resultados que demonstram o inverso, isto é, o desempenho determina as práticas de governança. Porém, não existe um arcabouço teórico que ponha um ponto final no problema endógeno existente (Silveira, 2004).

A relevância deste problema de endogeneidade é reconhecida e tratada como uma limitação ou não é abordada. Por um lado, isso permite a construção de novos avanços na área de governança corporativa, mas, por outro, o arcabouço teórico dessa endogeneidade dificilmente será construído.

Entre os pilares teóricos que a governança corporativa pode ser estruturada, tem o que se baseia no arcabouço da teoria da agência, a qual demonstra que existe a necessidade de gerir os conflitos existentes entre o agente e o principal. Assim, as práticas de governança tornam-se um custo para diminuir as incertezas, que o comportamento dos agentes está de acordo com o principal.

Além desses, encontram-se os que se baseiam nas oportunidades de crescimento como base para utilização das práticas de governança corporativa, pois trazem para as empresas a necessidade de captar recursos a baixo custo (Lopes, 2009). Uma alternativa é por meio do mercado de capitais ou por meio de instituições financeiras. Sendo que para diminuir o custo do capital é necessário demonstrar segurança aos detentores dos recursos. Desse modo, a existência do por que se utilizarem as práticas é um fato bem difundido na literatura.

Contudo, as práticas de governança corporativas podem ser premeditadas, isto é, podem ser decididas entre o agente e o principal antes mesmo de se iniciarem as atividades das empresas, e podem ser decididas como parte de um planejamento estratégico. Esse comportamento programado indica que as práticas de governança são possíveis de se controlar.

Não obstante, o processo de gestão não é estático, o que leva os gestores a adotarem, manterem ou deixarem determinadas práticas de acordo com os resultados encontrados, pois no processo de gestão, o *feedback* também o compõe. Neste passo, é evidenciado o desempenho econômico e financeiro. A conformidade ou não com os resultados encontrados é que retroalimentarão as práticas de gestão.

Diante disso, o problema da endogeneidade pode ser solucionado desassociando o recorte temporal das práticas de governança e do desempenho obtido, pois as práticas de governança corporativas atuais foram decididas de acordo com as expectativas futuras do desempenho econômico e financeiro de períodos anteriores.

Entretanto, limitar as práticas de governança apenas ao desempenho econômico e financeiro equivale admitir que outras características internas e externas da empresa não fazem parte do processo de gestão.

Entre as características externas, nota-se que a informação contábil é determinante para relatar o desempenho econômico e financeiro. Muito embora possa suprir diferentes demandas, de acordo com os *stakeholders*, a elaboração e divulgação advêm de um processo com custo elevado (Almeida, 2010).

Contudo, o benefício dessas informações para os usuários é a possibilidade de avaliar o desempenho da empresa no presente e futuro para a tomada de decisão. No entanto, muitas transações contábeis são provenientes de apontamentos de acordo com regras já definidas, enquanto outras são dependentes dos julgamentos dos contadores e gestores. Dessa forma, o julgamento da administração associa-se a provisões discricionárias, sendo estas oportunistas, ou apenas para aumentar o valor informativo dos ganhos (Dechow, 1994).

Devido à subjetividade que existe na elaboração, a análise proveniente da qualidade dos lucros é relevante, pois advém de uma série de políticas e estimativas. E também, devido aos incentivos que influenciam tanto os executivos quanto acionistas controladores a intervirem no processo de mensuração, e ainda, a relevância também se solidifica com a influência dos incentivos sobre esses agentes. A subjetividade desses ajustes permite analisar a qualidade da informação contábil, devido aos resultados contábeis refletirem as escolhas políticas existentes no processo de elaboração (Almeida, 2010).

Por outro lado, os investidores estão sujeitos a terem os seus recursos não empregados adequadamente, ou ainda, terem os seus recursos desviados, caracterizando como problemas de agência. Esses problemas advêm da separação da propriedade e do controle, pois os fornecedores do capital não participam de forma direta dos processos de tomada de decisão. Este cenário ocorre em grande parte das corporações, independente da estrutura de propriedade, visto que os gestores, executivos não carregam todo o ônus financeiro referente às suas decisões (Silveira, 2004).

Nesse sentido, os problemas entre agente e principal voltam-se às decisões e não somente ao desempenho econômico e financeiro. Logo, a qualidade da informação contábil

relatada aos usuários pode determinar as exigências dos detentores dos recursos às futuras práticas de governança corporativa.

As consequências da qualidade dos ganhos reportados, bem como o desempenho econômico e financeiro ao mercado, podem ser influenciadas por características externas às empresas. Entre essas características têm-se a competição e o risco não sistemáticos.

O relacionamento entre a governança e a competição de mercado é uma das forças econômicas que reduz a expropriação dos demais acionistas, e ainda, beneficia os executivos de acordo com o desempenho, produtividade, entre outros fatores. Dessa forma, numa visão externa, a competição de mercado torna-se um mecanismo de governança corporativa (Nickell, 1996, Shleifer, & Vishny, 1997).

Portanto, a competição de mercado faz com que a tomada de decisão dos executivos seja disciplinada. Assim, os conflitos de agência são minimizados, pois os executivos são norteados a buscar a maximização de lucros e, conseqüentemente, maximizar a riqueza dos acionistas, de acordo com a pressão inerente da concorrência (Thompson Junior, & Formby, 1998).

Os ambientes competitivos podem determinar os incentivos diferentes para as organizações em relação aos números contábeis. Dessa forma, pode ocorrer de empresas imersas em ambientes de alta competição apresentar informações com qualidade maior, quando comparado com as empresas com baixa competição (Almeida, 2010).

Desse modo, pela competição de mercado funcionar como mecanismo disciplinador, ela incentiva os gestores a maximizar o desempenho econômico e financeiro das empresas (Thompson Júnior & Formby, 1998). Com isso, pode haver um *trade-off* entre o grau de competição e nível de exposição ao risco (Araújo, 2005).

Assim, a competição econômica está inserida em um sistema concorrencial, no qual duas ou mais empresas disputam pelo maior lucro possível. Porém, a competitividade é uma característica que depende não só de fatores externos, mas também internos, que podem ou não ser controlados pela empresa. Esses fatores são: sistêmicos, estruturais e internos (Silva, 2001).

O fator sistêmico refere-se ao ambiente que exerce forças sobre a empresa, sejam elas econômicas, fiscais, financeiras, sociais, políticas, entre outras. Já os fatores estruturais referem-se àqueles que mesmo que a empresa não os controlem diretamente estão parcialmente sobre a sua influência e caracteriza-se a competição de mercado que a mesma está exposta, com isso, esses fatores abrangem desde a demanda, características dos consumidores até a configuração do mercado, como por exemplo, monopólio, oligopólio,

entre outros. Já os fatores internos, abrangem os aspectos voltados à capacidade de as empresas enxergarem o seu ambiente e modelar os seus processos de gestão para atingir seus objetivos (Silva, 2001).

As fusões e aquisições podem melhorar o desempenho das empresas devido à sinergia, do ponto de vista da finança corporativa (Maksimovic & Phillips, 2001, Schoar, 2002). Porém, motivos gerenciais também podem justificá-las, como por exemplo, a maximização da remuneração dos gestores e pressões competitivas mais baixas. Assim, considera-se o debate na literatura referente ao grau de competição e o nível de exposição ao risco, referente à possibilidade de haver um *trade-off* entre poder de mercado e risco (Araújo, 2005).

O risco de mercado em ações associa-se ao *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), no qual indica a existência dos riscos: sistemático e não sistemático. O sistemático refere-se ao comportamento de uma ação específica relacionado à volatilidade do mercado. Já o risco não sistemático está relacionado à organização. Assim, o risco não sistemático pode ser diminuído por meio da diversificação, diferente do risco não sistemático, que não pode ser eliminado (Araújo, 2005).

Porém, a existência de incentivos econômicos pode influenciar a competição de mercado, quando considerado como mecanismo disciplinador, com intuito de reduzir os benefícios privados. A competitividade é abordada por vários estudos associa-se relevância e competição (Ahmed, 1994), competição com benefícios (Dyck, & Zingales, 2004), competição *versus* fraude (Sadka, 2006), qualidade da informação e competitividade de mercado (Almeida, 2010). Cabe ressaltar que analisar a governança como variável endógena da competitividade de mercado e do risco não sistêmico ainda demanda aprofundamento.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Inicialmente, uma contabilidade mais informativa deve ser avaliada por investidores que supostamente estão interessados no desempenho da empresa porque seu pagamento está associado com ganhos e rentabilidade. Quanto mais perto os números contábeis melhor para os investidores (Lopes, 2009).

Embora os relatórios financeiros sofram com o conservadorismo, também são avaliados pelos investidores, porque eles igualmente possuem interesse em receber as más notícias o mais rápido possível para realocar seus investimentos. E, dessa forma, as tentativas de gerenciar os resultados com intuito de evitar perdas prejudicam os mesmos. Por outro lado, os gestores tentam evitar as notícias ruins dos investidores para esconder o desempenho,

aumentar o pagamento, ou até mesmo, reduzir o risco de demissão, estando assim, contra os interesses dos investidores (Lopes, 2009).

Outro canal entre a qualidade contábil e a governança é a competição existente no mercado, pois é uma das forças econômicas que reduz a expropriação dos demais acionistas, e ainda, beneficia os executivos de acordo com o desempenho, produtividade, entre outros fatores. Dessa forma, numa visão externa, a competição de mercado torna-se um mecanismo de governança corporativa (Nickell, 1996, Shleifer, & Vishny, 1997).

E ainda, a competição de mercado faz com que a tomada de decisão dos executivos seja disciplinada. Assim sendo, os conflitos de agência são minimizados, pois os executivos são norteados a buscar a maximização de lucros e, conseqüentemente, maximizar a riqueza dos acionistas, de acordo com a pressão inerente a concorrência (Thompson Junior & Formby, 1998).

A governança faz com que a qualidade da informação contábil seja elevada, assim, a contabilidade complementa a governança corporativa, que por sua vez, também pode ser influenciada pela competição de mercado. Por outro lado, a qualidade das informações contábeis também pode ser influenciada pela competição de mercado (Karuna, 2008). Por consequência, a competição de mercado como força econômica direciona as organizações para a eficiência (Shleifer & Vishny, 1997).

Os ambientes competitivos podem determinar os incentivos diferentes para as organizações em relação aos números contábeis. Dessa forma, pode ocorrer de empresas, imersas em ambientes de alta competição, apresentarem informações com qualidade maior, quando comparadas com as empresas com baixa competição (Almeida, 2010).

Deste modo, pela competição de mercado funcionar como mecanismo disciplinador, ela incentiva os gestores a maximizar o desempenho econômico e financeiro das empresas (Thompson Júnior & Formby, 1998). Com isso, entre o grau de competição e nível de exposição ao risco pode haver um *trade-off* (Araújo, 2005).

Nas discussões inerentes à governança corporativa, têm-se a hipótese de que essa influencia o desempenho das empresas. Contudo, em pesquisas sobre o tema volta-se a conhecer a influência do desempenho das empresas perante os mecanismos de governança corporativa, sejam esses internos ou externos. Mas, não há evidências conclusivas na literatura com relação aos mecanismos de governança corporativa e seus determinantes, se são complementares ou até mesmos substitutos (Silveira, 2004).

Nesse sentido, em alguns estudos a governança corporativa assume o posicionamento de variáveis exógenas, ou seja, não possuem relações com as características das empresas.

Conforme Silveira (2004), é possível que tanto os mecanismos quanto a qualidade da governança, sejam variáveis endógenas, assim, a governança pode ser influenciada por outras variáveis próprias das organizações. Nota-se que a premissa dos estudos que visam capturar o impacto dos mecanismos de forma isolada pode estar enviesada (Silveira, 2004).

Diante disso, o problema de endogeneidade da governança corporativa é observado quando é relacionada ao mesmo período de tempo que a atual posição financeira da empresa. Mas, essa visão ignora que as práticas de governança podem ser planejadas *a priori*, com base na probabilidade das influências externas que ocorrem. E ao dissociar as características internas e externas do período no qual as práticas de governança foram planejadas, é possível observar que o controle sobre quais práticas adotar, resulta de a probabilidade dos eventos internos e externos ocorrerem. A Figura 1 descreve a dissociação entre governança e as influências internas e externas.

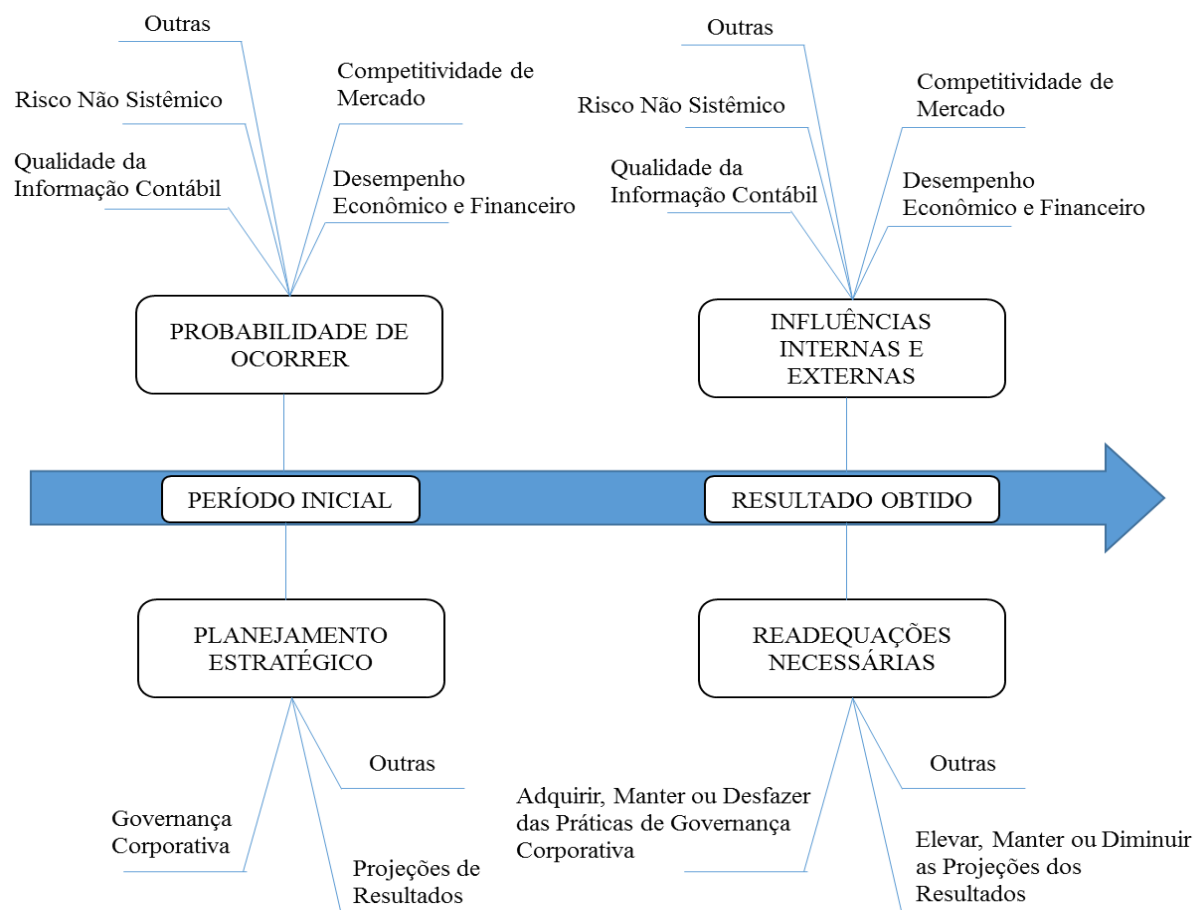


Figura 1. Dissociação entre governança e as influências internas e externas
Fonte: elaborado pelo autor (2018)

Logo, ao admitir que as práticas de governança corporativa façam parte de um planejamento que pode ser realizado *a priori*, com base nas expectativas sobre a probabilidade

de ocorrer os eventos internos e externos, é admitir que as expectativas sobre resultados influenciasssem as práticas de governança.

Embora os resultados financeiros no período inicial não possam ser mensurados, sem desconsiderar o risco de não ocorrerem, são levados em consideração para determinar as práticas de gestão, bem como o conjunto de práticas de governança corporativa. E após serem concretizados, os resultados obtidos, sendo eles “bons” aos olhos dos *stakeholders*, serão levados em consideração para readequar as estimativas futuras. E isso, pode causar uma adoção de novas práticas de governança, ou apenas manter as que já possuem, ou ainda abandonar as que forem julgadas como custos desnecessários.

Para solver o problema de endogeneidade levanta-se o seguinte argumento: os investimentos são realizados com expectativas de retornos futuros; assim, as práticas de gestão e todas as demais intenções remanescentes são uma das formas para alcançá-los. Portanto, tais práticas são determinadas pelas expectativas de ganhos futuros ou pelos resultados já obtidos.

O risco de não planejar as práticas de governança corporativa, evidentemente, pode deixar as empresas ineficientes, pelos conflitos de interesses entre agente e o principal. Porém, ainda assim as empresas terão práticas de gestão, e posteriormente, os estímulos internos e externos à empresa poderão fazer as empresas adotá-las ou não.

Assim, é pertinente estudar as possíveis relações, influências, probabilidades entre qualidade da informação contábil, desempenho econômico e financeiro, risco, competição de mercado e a governança corporativa. Com essa reflexão sobre o problema de pesquisa, o próximo tópico aborda a questão de pesquisa do presente estudo.

1.1.1 Questão de Pesquisa

A questão de pesquisa deste estudo aborda a qualidade da informação contábil imersa em um ambiente competitivo e, relacionado ao risco e retorno como determinante para elevar a probabilidade de ocorrerem as práticas de governança corporativa. Nessa conjuntura, considerando a governança como variável endógena, com período posterior as características das empresas, a presente dissertação tem a seguinte questão como norteadora do trabalho: quais as chances da qualidade da informação contábil, competitividade, desempenho econômico e financeiro e o risco não sistemático determinarem os níveis de governança corporativa do próximo exercício?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar as chances da qualidade da informação contábil, competitividade, desempenho econômico e financeiro e o risco não sistemático determinarem o conjunto de práticas de governança corporativa do próximo exercício.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Verificar as chances de a qualidade da informação determinar os níveis de governança corporativa do próximo exercício;
- b) Verificar as chances de o risco não sistemático e da competitividade de mercado determinarem os níveis de governança corporativa do próximo exercício;
- c) Verificar as chances de o desempenho econômico e financeiro determinar os níveis de governança corporativa do próximo exercício.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO

Como justificativa teórica, este estudo visa mapear: a possibilidade da qualidade da informação contábil, competitividade, desempenho econômico e financeiro e o risco não sistemático determinar os níveis de governança corporativa. Neste ínterim, a abordagem proposta, por meio de regressão logística pode contribuir com as chances de ocorrência dos fenômenos e descrever a real situação do mercado de capitais brasileiro perante a governança corporativa, mesmo que muitos eventos não observados possam interferir nas escolhas das práticas das empresas.

Além disso, pode-se acrescentar como contribuição teórica desse estudo a dissociação dos conjuntos de práticas de governança corporativa da atual posição financeira. Assim, este estudo pode contribuir demonstrando que as tais práticas de gestão são reflexos dos resultados obtidos em outros períodos anteriores.

No primeiro período, tem-se o planejamento das práticas perante as expectativas dos resultados, e nos períodos posteriores, os estímulos dos resultados poderem retroalimentar o planejamento. O efeito desse *feedback* é fazer com que as empresas adotem, mantenham ou

abdiquem das práticas de governança corporativa. Isso pode evidenciar a flexibilidade da governança corporativa perante o ambiente interno e externo que interagem com a empresa.

Também se pode constatar que as exigências do mercado levam as organizações a decidirem por práticas de governança adequadas ao nível de competitividade. Nesse mesmo sentido, a qualidade da informação pode se adequar à governança corporativa. Assim, o desempenho econômico e financeiro, por sua vez, também pode se adequar aos níveis de governança, uma vez que os gestores definem os seus objetivos com base em seus contratos com os provedores do capital (principal). Atrelado ao retorno está o risco não sistemático, nessa perspectiva pode-se contribuir de forma teórica demonstrando os níveis de governança que possibilitam a resiliência em relação ao mercado.

Igualmente, é pertinente para as organizações conhecer o comportamento das empresas em relação aos determinantes propostos, visto que a governança pode contribuir com a tomada de decisões e políticas contábeis, considerando um ambiente que aborda desde aspectos voltados ao risco e ao retorno, até qualidade da informação contábil e a competitividade de mercado.

No ambiente acadêmico brasileiro, mapear esses aspectos em relação à governança corporativa como variável endógena é um ponto pouco abordado. Assim, este estudo pode motivar outros pesquisadores brasileiros a abordarem outros eventos no âmbito de governança corporativa, bem como em outros ambientes inerentes as Ciências Sociais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este tópico aborda em primeiro lugar a teoria da agência, que explica os interesses e as relações do principal e o agente. A seguir, são estudadas a governança corporativa e seus mecanismos, bem como a qualidade da informação e a competitividade. Por conseguinte, discutem-se o risco não sistemático e o desempenho econômico e financeiro das empresas, e por fim, os estudos correlatos.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A teoria da agência está entre as mais utilizadas para explicar as relações contratuais, organizações econômicas e de gestão. Nessa teoria, o problema se manifesta por meio de uma parte (principal) que emprega outro (agente), com o intuito de criar valor. No entanto, o problema de agência é caracterizado pela divergência dos interesses do principal ante o interesse do agente (Bosse, & Phillips, 2017).

Os pressupostos da teoria da agência são sólidos (Bosse, & Phillips, 2017), e por isso, a lógica dedutiva inerente a essa teoria abrange as mais diversas áreas do conhecimento, tais como as voltadas à estratégia (Ariño & Ring, 2010; Fong, Misangyi & Tosi, 2010), ao comportamento organizacional (Conlon, Porter, & Parques, 2004; Li & Cropanzano, 2009), à economia (Fehr & Gächter, 2000), entre outras áreas.

A teoria parte do pressuposto que prediz os conflitos existentes entre principal e agente, resultados mensuráveis e os riscos do agente oposto ao principal. Evidenciam-se na corrente positivista da teoria da agência duas proposições: a primeira refere-se ao comportamento dos interesses do principal por meio do contrato com lastro em resultados; já a segunda, o principal detém informações para fiscalizar o comportamento do agente (Eisenhardt, 1989).

Dessa forma, a relação especificada pela agência é uma forma de interação social codificada, antiga e comum. De acordo com Ross (1973), essa relação surge entre duas partes quando um designado como agente, opera em nome de outro, ou seja, como representante para outro em um ambiente específico com problemas inerentes à tomada de decisão. Com isso, os problemas de agência são universais, abrangendo todos os arranjos contratuais entre os empregadores e colaboradores, ou até mesmo, entre o Estado e os cidadãos.

Esses problemas advêm do problema do compartilhamento do risco que é evidenciado devido aos diferentes comportamentos que ambas as partes demonstram perante o mesmo

(Eisenhardt, 1989). Assim, a teoria da agência ampliou a literatura referente ao compartilhamento de risco, incluindo o problema de agência, descrevendo que as partes detêm diferentes objetivos, bem como diferentes divisões de trabalhos (Ross, 1973, Jensen & Meckling, 1976).

Diante disso, o foco da teoria da agência é a resolução de dois problemas que pode ocorrer nas relações de agência. A primeira resolução volta-se às relações contratuais, como por exemplo, os conflitos entre os empregadores e colaboradores, e também, ao dispêndio existente em verificar o que os colaboradores (agente) estão realmente fazendo. Assim, os problemas referem-se ao fato de que os empregadores (principal) não podem verificar se os agentes estão se comportando adequadamente (Eisenhardt, 1989). Já a segunda resolução, refere-se ao problema do compartilhamento do risco que se manifesta quando o principal e o agente têm diferentes atitudes em relação ao risco. Com isso, o problema é que ambas as partes podem preferir tomar ações opostas perante as divergências de preferências dos riscos (Eisenhardt, 1989).

Assim, o risco é composto por dois elementos, (I) o risco moral e (II) a seleção adversa. O risco moral refere-se à escolha tomada por um agente com a finalidade de perseguir as necessidades do principal, porém, o agente detém os recursos e as informações, bem como os poderes para executar, mas, mesmo assim, decide direcionar os recursos contra os interesses do principal por muitas razões (Pretorius, 2016).

A seleção adversa descreve que o principal não possui recursos, nem informações, ou conhecimento para fiscalizar o agente da tomada de decisão. Logo, esse risco é enfrentado pelo principal e durante o processo deve avaliar a capacidade de executar o contrato estipulado (Pretorius, 2016).

Nesse sentido, o risco moral assume que os colaboradores, no papel de agente, não terão o posicionamento de não fazerem o melhor e evitarão trabalhos após a contratação. Por outro lado, o principal não tem conhecimento necessário perante a qualificação dos empregados. Dessa forma, essas situações exigem que o principal se baseie em um contrato com o agente, podendo ser amparados pelo comportamento e resultados (Kangis & Kareklis, 2001).

Diante do exposto, a teoria da agência tem a finalidade de compreender os problemas existentes entre principal e agente(s). Os gestores, por sua vez, enfrentam uma variedade de problemas em prol dos interesses dos diretores e, os diretores, da mesma maneira, enfrentam muitos problemas visando assegurar que as ações tomadas pelos gestores sejam direcionadas de acordo com as preferências do principal. Com isso, do lado do agente tem o problema

voltado à identificação e prestação do serviço. Já do lado do principal, enfrentam-se os problemas inerentes à orientação e à correção das ações dos agentes (Mitnick, 2015).

Uma das opções é proveniente dos sistemas de informações que abordam as formas de monitoramentos nas camadas da administração; abrangendo a parte orçamentária e de relatórios em diferentes níveis da empresa: estratégico, tático e operacional. Dessa forma, o investimento necessário, em tese, contribui para demonstrar o comportamento e, por isso, deve ser mais destacado, quando há contratos mais ponderados em comportamento do que em resultados (Eisenhardt, 1989).

Por outro lado, caso o contrato seja mais voltado ao comportamento, o agente será recompensado ou penalizado, devido aos resultados de seu desempenho, logo, tem-se novamente certo risco envolvido. Esse risco é proveniente do resultado da organização e faz com que os resultados indeterminados demandem mais atenção dos gestores. Com isso, nos contratos baseados em comportamento entre o principal e os agentes, os resultados são mais fáceis de serem mensurados, como por exemplo: tarefas, esforço de equipe, produção já que envolvem tempo e resultados, mensurados de forma qualitativa (Eisenhardt, 1989).

Assim sendo, é constatada a necessidade de elaborar formas de minimização de problemas, pois existem muitos contratos complexos entre o principal e os agentes (Slomski, 1999). A alternativa para reduzir a divergência existente entre os membros das organizações é por meio da administração dos aspectos voltados ao ambiente cultural, ao recrutamento e seleção dos colaboradores, assim como o treinamento e a socialização (Kangis & Kareklis, 2001).

Nesse sentido, a supervisão e o controle das ações executivas da administração, satisfação das expectativas legítimas, e prestação de contas diante da regulação da organização são atividades inerentes à administração. Contudo, a responsabilidade de prestação de contas, transparência, participação, entre outras características são compreendidas como elementos principais de governança corporativa (Edwards, 2002). Assim, a teoria da agência indica que a governança interna diminui a assimetria de informação entre o agente e o principal, conseqüentemente, diminui a probabilidade de fraude (Dalton, Hitt, Certo, & Dalton, 2007).

Por outro lado, a governança externa, proveniente dos acionistas ativistas, do controle do mercado corporativo e das agências de riscos, pode amortecer a motivação dos gestores, pois os mesmos podem perder a motivação de informar o desempenho das suas empresas, e assim, acarretar em maior probabilidade de fraudes financeiras (Shi, Connelly, & Hoskisson,

2017). Diante disso, o próximo tópico aborda uma discussão voltada para a governança corporativa e para seus mecanismos.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa detém princípios sólidos que embasam a construção da confiança dos investidores e dos credores, normalmente, associa-se aos problemas de agência. Com isso, o seu início é definido pela separação da propriedade e do controle da empresa. Os problemas existentes entre acionistas e gestores são lastreados pelos conflitos de interesses dentro da empresa. E ainda, no mesmo sentido ocorre com os interesses dos acionistas controladores perante os interesses dos agentes internos da empresa. Ou ainda, entre os interesses de acionistas majoritários e minoritários (Fazlzadeh, Hendi, & Mahboubi, 2011).

Como agravante, tanto nos hábitos das pessoas, forças de trabalho, formação das organizações quanto nos ambientes organizacionais ocorrem mudanças, pois estão sempre em evolução. A adaptação torna-se um aspecto primordial, porém tanto as estruturas organizacionais quanto as práticas gerenciais não estão preparadas para o ritmo de mudanças exigido, pelo contrário, ambas estão preparadas para um ambiente estável e previsível, o que acarreta em inúmeras dificuldades (Mello, 2006).

Além disso, outro agravante estaria na atenção que os problemas de gestão das empresas atraem dos meios de comunicações. Nas últimas décadas, problemas tais como: falta de transparência, irresponsabilidade gerencial, falhas de governança, conselhos de administração fracos, aquisições hostis, proteção dos acionistas minoritários e ativismo dos investidores, foram intensificados pela imprensa (Tirole, 2006).

Dessa forma, a governança corporativa consolidou-se como um dos termos mais utilizados no meio comercial. Assim, é pertinente indagar se a governança corporativa é um componente vital para o sucesso do empreendimento ou apenas uma moda que desaparecerá com o passar do tempo. Em virtude da atenção dada pelos meios de comunicação para as questões de governança, acredita-se que a governança corporativa terá uma crescente importância (Solomon, 2004).

Esse foco, fez com que a partir de 1990 tanto investidores institucionais (CalPERS) quanto grupos de estudos (Cadbury, Greenbury), voltaram a atenção com o intuito de evidenciar as melhores práticas para os conselhos de administração. Além disso, devido aos escândalos das corporações (Metallgesellschaft, Suez, ABB, Swissair, Vivendi, WorldCom,

Global Crossing, Tyco) no final da década de 1990 e início dos anos 2000, várias leis surgiram como meio de reagir aos escândalos (Tirole, 2006).

Com isso, muitas nações se propuseram a investigar programas de abrangência longa para reformular a governança corporativa e assim, proliferaram-se os códigos de governança e surgiram os documentos políticos voluntários e obrigatórios. No Reino Unido, por exemplo, surgiram os relatórios de Higs e Smith, no ano de 2003, e nos Estados Unidos a Lei Sarbanes-Oxley, em 2002 (Tirole, 2006).

Destarte, diversos autores conceituam a governança corporativa pela perspectiva dos investidores e pela perspectiva voltada à gestão das organizações. A visão predominantemente econômica é articulada por Shleifer e Vishny (1997) e Becht, Bolton e Röell (2002), pois se referem à governança como meios pelos quais os fornecedores de finanças asseguram o retorno sobre o investimento às organizações.

Na perspectiva de gestão, a governança corporativa é conceituada como controle de nível estratégico, voltado aos direitos de decisão do Conselho de Administração e *CEO's*, tanto para procedimentos que se voltam à alteração dos mecanismos quanto às posses de ações dos gestores e demais membros dos conselhos (Jensen, 2003).

Assim, a governança corporativa é um quadro de regras, relacionamentos, sistemas e processos em que a autoridade tem como base exercer funções e controlar as empresas. Dessa forma, a governança aborda mecanismos pelos quais as empresas e os que as controlam são responsabilizados (Du Plessis, Hargovan, & Bagaric, 2011).

Com isso, a governança corporativa detém influência sobre como os objetivos são definidos e atingidos, no risco de monitorar, de avaliar e otimizar o desempenho das organizações. Para encorajar a criação de valor, as estruturas de governança corporativa oferecem sistemas de responsabilização e controle de forma compatível com os riscos existentes (Du Plessis *et al.*, 2011).

Ressalta-se que a governança corporativa tem definições que variam amplamente, porém tendem a se estabelecer em duas categorias. Na primeira categoria, nota-se o foco nos padrões comportamentais, isto é, no comportamento das organizações, tanto em desempenho, eficiência, crescimento, estrutura financeira quanto no tratamento de acionistas e demais *stakeholders*. Já o segundo conjunto de definições volta-se para a parte normativa, delimitando padrões e regras para as organizações operarem. Evidentemente, essas regras são provenientes de fontes jurídicas, mercados financeiros e trabalhistas (Claessens, Yurtoglu, 2013).

Em termos gerais, Hodges, Wright e Keasey (1996) ressaltam que a governança corporativa pode ser definida pela preocupação com mecanismos relacionados à tomada de decisão, desempenho e controle, bem como prover estruturas necessárias para o direcionamento geral da organização. E desta maneira, corresponder às expectativas de responsabilidade de prestação de contas para todos os *stakeholders*.

Portanto, a governança corporativa é um sistema voltado à direção e controle das empresas, que por sua vez, assegura aos proprietários e gestores do nível estratégico, o monitoramento efetivo da diretoria. Assim, a relação entre propriedade e controle acontece por meio dos conselhos de administração, fiscal e auditoria independente, visto que estes devem atestar aos proprietários aspectos como equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados e, até mesmo, o cumprimento das leis (Iudícibus, Marion, & Pereira, 2003).

Entretanto, para que esses mecanismos existam, é necessário o atendimento de dois aspectos: (I) a existência dos problemas de agência entre o principal e o agente e (II) os custos inerentes às transações impossibilitar a solução por meio da relação contratual. Portanto, a estrutura de governança corporativa é moldada pelas decisões futuras que necessitam ser tomadas, e que porventura, não foram tomadas *a priori* do início do contrato (Hart, 1995).

Para enfrentar essas mudanças, existem técnicas e ferramentas que possibilitam compreender o gerenciamento e controle das organizações, públicas ou privadas. Mas, a utilização dessas práticas ainda é recente e, por isso, não estão bem definidos todos os limites e aspectos (Mello, 2006). Nesse sentido, o próximo tópico aborda os mecanismos de governança corporativa.

2.2.1 Mecanismos de Governança Corporativa

Devido à definição das próprias metas e objetivos serem realizadas pelos gestores, o objetivo de maximização do valor da firma pode divergir dos interesses dos mesmos. Com isso, a existência dos mecanismos de governança corporativa, com o intuito de checar e ajustar o comportamento dos gestores é importante (Hart, 1995).

O comportamento indesejável dos gestores é restringido por uma série de mecanismos de governança; tendo como exemplo: o conselho de administração, ameaças de disputas judiciais, aquisições hostis, presença do acionista majoritário, bem como a própria competição de mercado (Hart, 1995).

Esses mecanismos são os meios pelos quais os provedores de recursos econômicos asseguram o retorno sobre o investimento, pois os mecanismos reduzem tanto a manipulação

de números contábeis quanto ajustes em políticas de investimentos voltadas a remuneração dos gestores (Shleifer & Vishny, 1997).

Contudo, ainda pouco se sabe sobre como os mecanismos de governança corporativa operam unidos para garantir a rentabilidade da empresa. Os efeitos da sinergia envolvida na complementariedade demonstram que os mecanismos podem ser congruentes e complementares. Assim, o alinhamento dos atores internos além dos CEOs das organizações é fundamental para efetividade do pacote de governança (Misangyi & Acharya, 2014).

Por outro lado, os atores externos, como por exemplo, os diretores externos ou não acionistas, são uma condição necessária para a governança ser efetiva. Outra qualidade importante para a eficácia do monitoramento dos diretores é a independência do conselho, contudo, quando os diretores têm participações substanciais nas empresas tendem a exercer com qualidade. Desse modo, os mecanismos internos e externos podem ser tanto substitutos quanto complementares (Misangyi & Acharya, 2014).

Entretanto, a literatura intrínseca a governança corporativa indica seis principais mecanismos para controlar os custos de agência (Fazlzadeh *et al.*, 2011), conforme a Figura 2.

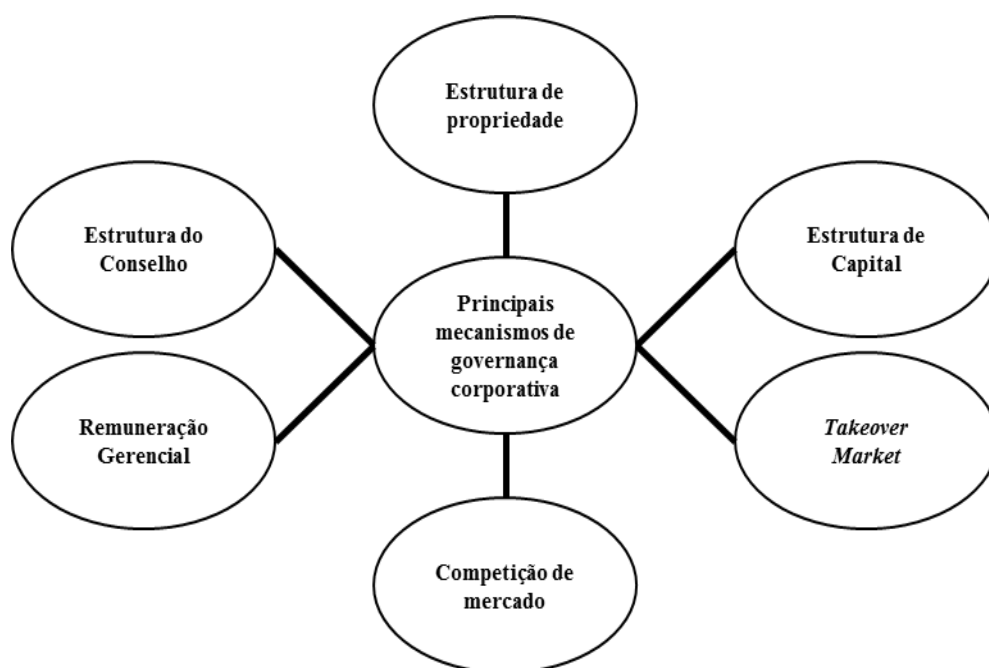


Figura 2. Principais mecanismos de governança corporativa
Fonte: adaptado de Fazlzadeh, Hendi e Mahboubi (2011).

Considerando que o sistema de governança corporativa é um dos fatores essenciais para o crescimento e desenvolvimento da empresa (Fazlzadeh *et al.*, 2011), a governança corporativa é uma filosofia e mecanismo que implicam em processos e estruturas que visam

facilitar a criação de valor por meio dos assuntos organizacionais, no qual assegura a proteção do interesse individual e coletivo de todos os *stakeholders* (Hasan & Butt, 2009).

Dessa forma, a estrutura de propriedade é um conceito muito importante e amplo dentro da governança corporativa, e deriva-se em duas partes: (I) identidade dos proprietários e (II) concentração de propriedade (Fazlzadeh *et al.*, 2011). A identidade dos proprietários relaciona-se ao problema de agência, nesse contexto, a capacidade e experiência dos controladores são suficientes em assuntos financeiro e voltados aos negócios (Lee, 2008).

Quando a concentração de propriedade é dispersa, os incentivos e as habilidades dos acionistas para monitorar a gestão da empresa ficam enfraquecidos. Por outro lado, quando a estrutura de propriedade é concentrada, os detentores do capital têm maiores poderes para incentivar o desempenho econômico e financeiro das empresas como para monitorar a administração (Lee, 2008).

Contudo, ambas as estruturas também detêm custos e benefícios. Na estrutura de propriedade concentrada, por exemplo, como benefícios temos o fato de os maiores acionistas serem mais avessos ao risco e, também, o monitoramento desencorajar os agentes a realizarem investimentos onerosos na empresa. Neste tipo de estrutura, pode ocorrer o problema de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, visto que os maiores visam obter benefícios privados à custa dos menores. Na estrutura dispersa, mesmo existindo o custo inerente ao monitoramento dos gestores, as organizações oferecem maior liquidez das ações e, por consequência, a diversificação reduz o risco dos investidores (Lee, 2008).

Uma questão primária dentro das finanças corporativa é a tomada de decisão inerente à estrutura de capital. A teoria *trade-off*, por exemplo, prevê que a alavancagem financeira ideal é escolhida pela diferença existente entre os benefícios e o custo das dívidas existentes (Graham & Leary, 2011). Por outro lado, a estrutura de capital, também é abordada pela teoria *pecking order*, a qual detém a premissa que as empresas seguem uma hierarquia de financiamento voltada para minimizar os custos (Myers & Majluf, 1984).

Outro mecanismo importante é a estrutura do conselho e as suas características, como por exemplo, a composição, o tamanho e a sua independência, pois envolve tanto a eficiência funcional para assessorar os gestores quanto para monitorar os mesmos. Contudo, existem alguns fatores exploratórios relevantes para compreender a influência do conselho (Lin & Chang, 2016).

Além da atenção inerente ao desempenho, a compensação dos executivos atrai atenção devido à existência dos problemas de agência. A organização do comitê de remuneração é umas das maneiras de reduzir o custo do agente. Se o contrato for por meio de incentivos à

compensação dos acionistas, a eficácia da comissão de remuneração será uma métrica relevante (Ya & Safari, 2016).

A responsabilidade de conceder a remuneração adequada recai sobre o comitê de remuneração, assim, os fatores necessários para compor o pacote de incentivo devem ser esclarecidos por este comitê (Jaafaar, & James, 2015). Porém, o conselho diretor deve nomear os membros que os compõem, de forma parcial ou total, evidentemente, a remuneração também pode atenuar os problemas de agência (Andreas, Rapp, & Wolff, 2012).

Além disso, o mercado de controle corporativo em economias desenvolvidas também é considerado como um importante mecanismo (Humphery-Jenner & Powell, 2011). Dessa forma, a compra de outra empresa é um tipo de investimento relevante. Entre os motivos de aquisição, por exemplo, está a desvalorização da empresa alvo, isto é, os esforços das empresas licitantes decorrem em relação à compra de empresas que estão subavaliadas pelo mercado (Dong, Hirshleifer, Richardson, & Teoh, 2006).

Por outro lado, a sobre avaliação também pode ser aceita de forma voluntária, pois consideram os meios de pagamentos como características das transações. Essas características evidenciam desde oportunidades de expropriação, bem como os incentivos de gestão, podendo ser hostil ou não (Shleifer & Vishny, 2003).

A competição de mercado de produtos é um mecanismo poderoso, pois garante o gerenciamento e o não desperdício dos recursos corporativos. Visto que se o gerenciamento for ineficiente, os recursos serão consumidos e o mercado competitivo deixará a empresa incapaz de competir e, por consequência, se tornará insolvente (Stigler, 1958). À medida que a concorrência se equipara à gestão, talvez, possa existir a necessidade de mecanismos de governança corporativa para realizar essa tarefa (Chhaochharia, Grinstein, Grullon, & Michaely, 2016).

A partir dos principais mecanismos, a BM&FBOVESPA criou segmentos de governança corporativa e atua em conjunto com pesquisas e estudos sobre as melhores práticas adotadas em âmbito internacional, no sentido de identificar o estado da arte (BM&FBOVESPA, 2017). Diante disso, o próximo tópico descreve os níveis de governança existente na BM&FBOVESPA.

2.2.2 Níveis de Governança da BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA disponibilizou ao mercado os segmentos diferenciados de governança corporativa no ano 2000 que se distinguem do mercado tradicional; visto que as

ações que compõem esses segmentos detêm empresas com bons indicadores de governança (Lima, Oliveira, Cabral, Santos, & Pessoa, 2015).

O mercado diferenciado de governança corporativa é subdividido em cinco níveis de governança; (a) Bovespa mais, (b) Bovespa mais nível 2; (c) nível 1, (d) nível 2 e (e) Novo Mercado. A escala de governança desses segmentos é de ordem ascendente de exigência das práticas de governança corporativa (BM&FBOVESPA, 2017).

Logo, quanto mais próximo das práticas do Novo Mercado, mais rigoroso são os mecanismos de governança que as organizações devem adotar. E isso reflete a quantidade de quesitos e graus de transparências que a bolsa de valores exige das empresas que visam ingressar em determinado segmento (BM&FBOVESPA, 2017). No Quadro 1 estão as regras inerentes ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA para o ano de 2018.

Quadro 1 – Regras inerentes ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA para o ano de 2018

Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Exigência
Capital Social	Somente ações ON;
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões;
Ofertas públicas de distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476;
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”;
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos;
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações;
Obrigação do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado);
Demonstrações financeiras	Conforme legislação;
Divulgação adicional de informações	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado; Código de conduta (com conteúdo mínimo); Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração; Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário;
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados;
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório.

Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Exigência
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON;
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória;
Reunião pública anual	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas;
Saída do segmento / oferta pública de aquisição de ações (OPA)	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social);
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições;
Auditoria interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento;
<i>Compliance</i>	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais.

Fonte: BM&FBOVESPA (2017).

As exigências compostas no Nível do Novo Mercado é a mais robusta em comparação com os demais níveis. Porém, o índice Bovespa Mais tem o intuito de desenvolver o mercado de ações brasileiro. Foi criado visando às empresas que se propõem a adentrar aos segmentos de governança de forma gradual. Assim, a finalidade deste segmento é fomentar o crescimento das pequenas e médias empresas no mercado de capitais. Uma das vantagens refere-se à preparação adequada da empresa para elevar os padrões de governança corporativa e transparência, e ainda, deixa a empresa em evidência no mercado com aumento da visibilidade dos investidores (BM&FBOVESPA, 2017).

Já o segmento Bovespa Mais Nível 2 possui similaridade com o Bovespa mais, contudo, as empresas neste segmento já detêm o direito de manter ações preferenciais, e ainda, caso o controle da empresa seja vendido, asseguram-se os mesmos tratamentos concedido aos controladores, aos demais acionistas. Com isso, garante o direito de *Tag Along* pago em sua totalidade pelas ações do controlador (BM&FBOVESPA, 2017).

No Nível 1 de governança corporativa, as empresas adotam práticas que visam a transparência e acessibilidade das informações pelos investidores. Dessa forma, as empresas divulgam as informações adicionais exigidas por Lei, entre essas, está o calendário anual de eventos corporativos. Exige-se da empresa nesse segmento, o comprometimento de manter o *free float* de 25% de ações em circulação no mercado. Assim, além das exigências do Nível 1, o Nível 2 prevê o direito de *Tag Along* pago em sua totalidade pelas ações do controlador (BM&FBOVESPA, 2017).

O Novo Mercado consolidou-se como um segmento que se destina à negociação de ações de empresas que adotam, espontaneamente, um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas. E ainda, abordam divulgação de políticas e estrutura de fiscalização e controle (BM&FBOVESPA, 2017).

Entretanto, a governança corporativa é criticada no Brasil e em outros países da América Latina como um todo. Visto que os mercados das capitais latino-americanas são deficientes, pois os mesmos não possuem papel principal nas fontes de financiamentos das organizações. Além disso, existem as democracias frágeis e, por consequência, a proteção aos investidores é fraca (Chong, López-de-Silanes, 2007).

Como agravante, de acordo com Black (2001) o sistema legal do Brasil é duvidoso e evidencia que o risco de litígio é muito baixo. Porém, empresas imersas em regimes de contabilidade com baixa qualidade também podem apresentar relatórios financeiros com o mesmo grau de informatividade de países desenvolvidos (Lopes, 2009).

2.3 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

A qualidade da informação contábil é diferenciada nas organizações pela condição de dependência do mercado de capitais, isto é, diferencia-se devido à finalidade de captação de recursos em relação às outras fontes de financiamento. Em decorrência disso, o nível do monitoramento referente ao desempenho das empresas por meio da evidenciação contábil é influenciado por essa dependência (Bushman & Smith, 2001).

Pelo lado do investidor, o nível de proteção determina a qualidade das informações financeiras. Assim, a proteção legal influencia o conflito de agência entre os investidores externos e os controladores. A proteção fraca pode resultar em relatórios financeiros com qualidade fraca e, conseqüentemente, prejudica o desenvolvimento dos mercados financeiros (Leuz *et al.*, 2003).

Entretanto, tendo em vista a subjetividade existente no resultado contábil, pois é consequência de diversas escolhas tanto políticas quanto de estimativas, a análise inerente à qualidade torna-se relevante para compreender os incentivos que motivam os executivos e acionistas majoritários a interferirem na mensuração, bem como a influência dos incentivos sobre os agentes (Almeida, 2010).

Com isso, a contabilidade também detém um papel importante na governança das empresas. As organizações com mecanismos de governança mais rígidos tendem a diminuir tanto o gerenciamento de resultados como o seu conservadorismo, pois as empresas

reconhecem as perdas de forma adequada e, por consequência, elevam a relevância da informação contábil (Bushman & Smith, 2001). Dessa forma, a qualidade da informação contábil pode ser conceituada de acordo com os usuários. Porém, devem-se observar tanto as características das empresas quanto o mercado; uma vez que assim, consideram-se também os aspectos econômicos, sociais, culturais, entre outros (Paulo, 2007).

Entende-se que são os destinatários da informação contábil quem definem se a qualidade da informação é alta ou baixa. Nessa perspectiva, se a mesma não for compreendida pelos destinatários, a informação contábil torna-se inútil e, quando compreendida, deve ser relevante. Mesmo sendo compreensível e relevante, a informação deve ser confiável, isto é, livre de viés. Outro valor importante é a influência da comparabilidade ao longo do tempo e com outras empresas (Schaltegger, 1997).

Usualmente, nas discussões sobre a qualidade das informações contábeis, a baixa qualidade é atribuída à manipulação dos relatórios contábeis. Contudo, também é relacionada à publicação de itens não divulgados ou até mesmo a falta de transparência, independente das normas contábeis serem realizadas de acordo com a legislação. Logo, o conceito da qualidade da informação contábil é complexo e deriva do objetivo do usuário final (Almeida, 2010).

A baixa qualidade da informação contábil também pode estar congruente com os padrões contábeis baixos. Nessas condições, a relevância da informação contábil é prejudicada e reduz a capacidade dessas informações serem utilizadas como mecanismo para disciplinar os executivos e, até mesmo, com finalidade de tomada de decisão (Lo, 2008).

Dessa forma, transparecer a informação com alta qualidade, representa que o lucro simboliza de forma fidedigna o desempenho econômico e financeiro da empresa, e isso propicia a tomada de decisão por parte de um usuário específico de informações relevantes (Dechow, Ge & Schrand, 2010). Contudo, a qualidade do lucro não é uma variável observável, porém encontram-se alguns estudos com métricas que captam diferentes características da qualidade da informação contábil (Ewert & Wagenhofer, 2011).

Nesse sentido, a informatividade das informações contábeis pode ser observada por quatro métricas: relevância da informação contábil; tempestividade, conservadorismo e gerenciamento de resultados (Lopes, 2009).

2.3.1 Relevância da informação contábil

A relevância da informação contábil está contida na abordagem da teoria positiva, nas metodologias que compõem modelos estatísticos que detêm o intuito de mensurar a

associação de variáveis contábeis e do mercado pela informação, embasando em uma teoria associada (Watts & Zimmerman, 1990).

A informação contábil é de suma importância tanto para o desenvolvimento quanto para o funcionamento em um ambiente com mercado de capitais eficiente (Zeghal & Mhedhbi, 2006). Assim, a relevância da informação contábil está atrelada à qualidade dos lucros, pois utiliza para analisar a reação dos ativos negociados no mercado acionário por meio da influência das demonstrações contábeis. A finalidade é auxiliar os investidores a prever o desempenho futuro das organizações (Scott, 2009).

Em partes, define-se como relevante a informação contábil que está associada ao valor previsto das ações. Assim, a informação contábil somente será relevante para os investidores se for uma medida confiável o suficiente para refletir o preço das ações (Barth, Beaver, & Landsman, 2001).

Todavia, as falhas inerentes ao mercado decorrem de os mesmos não apresentarem informações suficientes para distinguir as preferências e crenças dos indivíduos. Deste modo, os problemas informacionais, como por exemplo, fatores institucionais, intervenções governamentais, assimetria de informação e as informações incompletas, bem como a própria ineficiência de mercado, afetam os números contábeis (Beaver, 1968).

As teorias de avaliação financeira indicam que o valor do patrimônio da empresa é o valor presente dos dividendos futuros e dos fluxos de caixa descontados, ou seja, o valor de mercado da empresa é igual ao valor presente de todos os dividendos futuros esperados. Assim sendo, o valor do mercado da demonstração ajuda os investidores na tomada de decisão (Kumari & Mishra, 2017).

Nesse sentido, o modelo proposto por Ohlson (1995) detém três pressupostos, o primeiro considera um ambiente econômico com riscos neutros, taxas de juros homogêneas e não estocásticas. O segundo pressuposto, refere-se à relação excedente de consumo entre o valor contábil, renda e dividendos; neste o valor da empresa é igual ao valor do patrimônio líquido e o valor presente dos ganhos esperados. Já o terceiro, o pressuposto refere-se à dinâmica linear, denotando a existência do valor intrínseco da empresa e das informações (Kumari & Mishra, 2017).

Por meio do arcabouço teórico e analítico desenvolvido por Ohlson (1995), permite-se a possibilidade de utilizar a informação contábil para estimar o valor de uma determinada empresa. Dessa forma, esse arcabouço é utilizado por pesquisadores de diferentes países e com diferentes métodos, com a finalidade de investigar a relevância do lucro e do patrimônio líquido (Kothari, 2001, Almeida, 2010). A Equação 1 demonstra o modelo de Ohlson (1995).

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde;

P_{it} refere-se ao preço dos ativos da empresa ajustado pelos dividendos e desdobramentos das ações da firma (três ou quatro meses após o início do ano) no período i no tempo t ;

LPA_{it} indica o lucro por ação da empresa no período i no tempo t ;

PLA_{it} denota o patrimônio líquido por ação da empresa no período i no tempo t ;

β_0 refere-se ao coeficiente de intercepto;

β_1 e β_2 são os coeficientes angulares;

ε_{it} indica os resíduos da regressão.

Assim, o modelo proposto por Ohlson (1995) pertence à área de pesquisa de contabilidade voltada ao mercado de capitais. Visto que inicialmente foi fundamentada por Ball e Brown (1968) e Breaver (1968), no qual encontraram uma associação entre o retorno anormal e os preços das ações nos meses subsequentes às datas de anúncios. Depois disso, inúmeros estudos teóricos e empíricos investigam a relação com diferentes pressupostos, contudo, Ohlson (1995) encontrou uma validação matemática da relação e é reconhecido como um trabalho seminal (Kumari & Mishra, 2017).

Evidentemente, o trabalho foi criticado e apoiado por diferentes pesquisas, bem como existem uma série de expansões das propostas além do modelo original (Feltham & Ohlson, 1995; Ohlson, 1999, 2005, Ohlson & Juettner-Nauroth, 2005, Ohlson, 2009). Mas, o primeiro é um modelo amplamente utilizado na literatura contábil baseada em mercado de capitais (Kumari & Mishra, 2017).

A relevância da informação contábil detém restrições, dentre elas, a tempestividade. A tempestividade refere-se a uma restrição da relevância da informação contábil, visto que os administradores atrasam a divulgação das informações e, por consequência, perde a relevância que teria caso fosse divulgada repentinamente (Scott, 2009).

2.3.2 Tempestividade

Para obter informações financeiras relevantes para fins de predição e tomada de decisão, as informações também devem ser atualizadas e não somente relacionada com períodos anteriores. Não obstante, para fazer uma previsão válida, tanto os investidores quanto os credores necessitam de informações atualizadas. Assim, as informações contábeis e

a sua publicação devem ser feitas o mais rápido possível para assegurar aos usuários a disponibilidade das informações atualizadas (Zeghal, 1984).

A pontualidade é reconhecida pela profissão contábil, pelos usuários e pelas agências reguladoras como uma característica importante da informação contábil, pois é uma característica relevante. Os relatórios contábeis com menor atraso detêm o conteúdo informativo mais elevado em comparação com os com maiores atrasos. Na divulgação para o mercado, por exemplo, o efeito do atraso possui um efeito significativo (Zeghal, 1984).

Esse efeito pode ser explicado pelo papel que tem as características das informações contidas em relatórios parciais e dos relatórios anuais no processo de tomada de decisão dos investidores. As informações contidas nos relatórios intermediários possuem informações não auditadas, já as informações inerentes aos relatórios anuais são mais extensas e auditadas e são fundamentais para confirmar as previsões dos investidores (Zeghal, 1984).

Além dos esforços dos investidores e reguladores para corrigir os erros contábeis, existem também a preocupação com reformulação das informações, pois as empresas podem não fornecer informações oportunas e, por isso, decidem atrasar os anúncios (Badertscher, & Burks, 2011).

Considerando que o lucro influencia o preço do ativo em um longo período de tempo (Lopes, 2009), a especificação do modelo referente à tempestividade da informação contábil é descrita de acordo com a Equação 2 (Almeida, 2010).

$$Ret_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 \Delta LPA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde;

Ret_{it} refere-se ao retorno anual da firma no período i no tempo t ;

Isto é:

$$Ret_{it} = \frac{Lucro_t - Lucro_{t-1}}{Lucro_{t-1}} \quad (2.1)$$

Assim,

$Lucro$ refere-se ao lucro líquido da empresa

LPA_{it} indica o lucro por ação da empresa no período i no tempo t ;

ΔLPA_{it} denota a variação do lucro por ação da empresa no período i no tempo t ;

β_0 refere-se ao coeficiente de intercepto;

β_1 e β_2 são os coeficientes angulares;

ε_{it} indica os resíduos da regressão.

Dessa forma, tanto o lucro contábil quanto o retorno corrente podem influenciar o retorno das ações, pois essas variáveis podem influenciar o preço dos ativos por um longo período de tempo (Lopes, 2009).

Informar as posições de risco e perdas em tempo oportuno ao mercado de capitais permite os ajustes mais rápidos sobre os preços das ações de acordo com a exposição da empresa perante os ativos de riscos. Assim, quanto mais precisas forem as informações mais informado o mercado estará sobre o risco, conseqüentemente, o preço das ações se ajustará o mais rapidamente às possíveis perdas (Vyas, 2011).

Dessa forma, caso existir a eficiência contratual inerente ao conservadorismo, a relevância da informação contábil seria elevada por antecipar as perdas e essas informações atribuiriam uma melhor qualidade ao lucro (Jenkins, Kane & Velury, 2009).

2.3.3 Conservadorismo

O conservadorismo é considerado uma das características principais dos relatórios financeiros e está relacionado à subavaliação de ativos e sobreavaliação de passivos (Watts & Zimmermann, 1986, Hendriksen & Van Breda, 1999), e ainda, pela associação existente entre o valor de mercado e o valor contábil dos ativos (Christensen & Feltham, 2003). Contudo, o conceito inerente ao reconhecimento tendencioso divide-se em dois conceitos, o conservadorismo condicional e incondicional (Ball & Shivakumar, 2005, Beaver & Ryan, 2005). O conservadorismo incondicional refere-se ao conservadorismo de balanço, que independe das notícias, sendo um viés para divulgar valores contábeis menores e que atrasa o reconhecimento de receita (Gassen, Fülbier, & Sellhorn, 2006).

Já o conceito referente ao conservadorismo condicional atribuiu uma nova visão aos relatórios financeiros e impulsionou a pesquisa contábil. O conservadorismo era definido como uma resposta condicional para a incerteza, pois quando confrontado com uma série de possíveis valores inerente ao patrimônio líquido, seleciona-se o menor. Contudo, o conceito de Basu (1997), sintonizou o reconhecimento de más notícias (Ball, Kothari, & Nikolaev, 2012).

Nesse sentido, o conservadorismo proveniente dos ganhos reflete “más notícias” mais repentinamente do que as “boas notícias”. Nessa interpretação, as diferenças têm implicações sistemáticas entre ambas as notícias devido à tempestividade e a persistência dos ganhos. Dessa forma, o retorno das empresas para mensurar a notícia e a sensibilidade dos retornos negativos é de duas a seis vezes maiores que a dos retornos positivos. Portanto, os fluxos de

caixas presentes estão relacionados aos retornos atuais das notícias boas e ruins de forma fracas (Basu, 1997).

A assimetria atual no ato do reconhecimento das notícias manifesta-se de acordo com a persistência assimétrica dos retornos, pois as empresas relatam as notícias ruins como perdas, uma vez que ganhos ruins são mais oportunos, mesmo sendo menos persistentes. Já por outro lado, as boas notícias refletem no lucro de forma menos oportuna, mas são mais persistentes. Definem-se os resultados positivos como menos oportunos devido as empresas, em tese, exigirem mais verificação antes de reportá-las, e ainda, são mais persistentes devido refletirem-se nos resultados subsequentes (Basu, 1997).

No entanto, o conservadorismo condicional determina maiores custos aos gestores que desejam manipular os ganhos para cima. Portanto, o conservadorismo de forma condicional restringe as ações oportunistas dos mesmos (Guay & Verrecchia, 2006).

Por meio das informações privilegiadas sobre a organização, os gestores são incentivados pelas perdas assimétricas a aumentar o lucro e transferir as riquezas dos acionistas para si. Com isso, uma das maneiras de reduzir os incentivos, bem como a habilidade dos gestores de manipular os números contábeis e a assimetria de informação existente, acontece por meio do conservadorismo (LaFond & Watts, 2008).

Dessa forma, a contabilidade pode ser utilizada no processo de governança corporativa, pois as informações úteis podem ser utilizadas para disciplinar os agentes. O conservadorismo, por sua vez, faz os agentes reconhecerem as perdas econômicas de forma tempestiva, assim, os lucros são reduzidos e limita-se o aumento das receitas (Kothari, Ramanna, & Skinner, 2009). Com isso, o conservadorismo é relacionado como uma característica pertinente na divulgação das informações financeiras, pois limita o conflito de agência entre *insiders* e *outsiders* (Dhaliwal, Huang, Khurana, & Pereira, 2008). O modelo especificado por Basu (1997) está descrito na Equação 3.

$$LL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Rneg_{it} + \beta_2 \Delta Vmkt_{it} + \beta_3 Rneg_{it} \times \Delta Vmkt_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde;

LL_{it} refere-se ao Lucro Líquido da empresa no período i no tempo t ;

$Rneg_{it}$ indica o retorno negativo da empresa no período i no tempo t , captado por uma variável *dummy*, sendo 1 para retorno negativo e 0 caso contrário;

$\Delta Vmkt_{it}$ denota a variação valor de mercado da empresa no período i no tempo t ;

β_0 refere-se ao coeficiente de intercepto;

β_1, β_2 e β_3 são os coeficientes angulares;
 ε_{it} indica os resíduos da regressão.

Neste modelo, a premissa descreve que o mercado reconhece de forma oportuna as perdas econômicas no lucro divulgado, assim, o coeficiente β_3 será positivo, demonstrando uma redução no resultado econômico da empresa (Almeida, 2010). Por outro lado, β_2 capta o retorno positivo do lucro determinado pelo mercado (Jenkins, Kane, & Velury, 2009).

Já o conservadorismo realizado de forma incondicional é analisado por meio de índices que comparam a distância entre os valores contábeis e reconhecidos por intermédio do custo histórico e o valor de mercado; quanto maior esse valor, mais conservadora é a empresa (Almeida, 2010).

Contudo, os resultados dos modelos com essa variável apresentam muitos ruídos (Basu, 2005), pois o conservadorismo inerente aos resultados contábeis divulgados tem sua ocorrência por meio dos *accruals*. Este processo evidencia as diferenças temporais entre o regime de competência e o fluxo de caixa (Almeida, 2010). Diante dessa problemática, o próximo tópico aborda o gerenciamento de resultado das empresas.

2.3.4 Gerenciamento de Resultado

O gerenciamento de resultado pode derivar das escolhas contábeis, mesmo sendo essas provenientes pelos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP). Os princípios das escolhas contábeis possibilitam que os gestores decidam os procedimentos adequados e, ainda, permite realizarem estimativas e pressupostos de acordo com o ambiente de negócio (Watts & Zimmerman, 1990, Fields, Lys, & Vincent, 2001).

A literatura não delimita apenas um conceito para o termo gerenciamento de resultados (Alzoubi & Selamat, 2012), assim, entre as definições mais utilizadas está a que o gerenciamento ocorre quando os gestores julgam o relatório financeiro e a sua estruturação, com intuito de alterá-los com finalidade de ludibriar algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa, ou então, para influenciar os resultados contratuais que de alguma maneira dependem das informações relatadas pelos números contábeis (Healy & Wahlen, 1999).

As definições sobre gerenciamentos direcionam ao ponto que a intenção dos gestores é um pré-requisito para ocorrer o gerenciamento de resultados, porém a intenção caracterizada pela natureza oportunista não é totalmente clara (Dadbeh, & Mogharebi, 2013). Dessa

maneira, os participantes do mercado e os *stakeholders* possuem o interesse de recompensar mais as empresas com ganhos positivos do que as com ganhos negativos, portanto, os gestores manipulam os ganhos para corresponderem às expectativas (Alzoubi & Selamat, 2012).

Os gestores são incentivados a engajar-se por ganhos oportunistas por muitas razões, entre elas por meio de remuneração voltada a bônus (Healy, 1985, Gaver, Gaver, & Austin, 1995, Holthausen, Larcker, & Sloan, 1995), evitar violação de contratos de dívidas (Sweeney, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994), diminuir as perdas (Barth, Elliott, & Finn, 1999; Bugstahler & Dichev, 1997), bem como compensar os custos regulatórios ou políticos (Cahan, 1992; Han & Wang, 1998; Jones, 1991). O Quadro 2 apresenta os incentivos que os gestores possuem para gerenciar os resultados.

Quadro 2 – Incentivos que os gestores possuem para gerenciar os resultados

Incentivos	Definições
Expectativas dos analistas	As expectativas dos analistas e as previsões da empresa tendem a abordar dois componentes de alto perfil do desempenho financeiro: receita e ganhos de operações.
Evitar violações de contratos de dívidas e minimizar os custos políticos	Algumas empresas têm o incentivo para evitar a violação dos contratos de dívidas baseados em resultados. Se for violado, o credor poderá aumentar a taxa de juros sobre a dívida ou exigir o reembolso imediato. Consequentemente, algumas empresas podem usar técnicas de gerenciamento de resultados para aumentar os ganhos para evitar tais violações da aliança. Por outro lado, algumas outras empresas têm o incentivo para reduzir os lucros, a fim de minimizar os custos políticos associados a serem considerados lucrativos.
Ganhos em direção a uma tendência sustentável em longo prazo	Acredita-se que uma empresa deve tentar reduzir a volatilidade em seu fluxo de lucros para maximizar o preço da ação. Como um padrão de lucros altamente violento indica risco, portanto, a ação perderá valor em comparação com outros com padrões de ganhos mais estáveis.
Atender os requisitos do plano de bônus	Para fornecer a evidência de que os lucros são gerenciados na direção que é consistente com a maximização do bônus baseado em resultados dos executivos.
Mudança de gerenciamento	O gerenciamento de ganhos geralmente ocorre em torno do tempo de mudança de gerenciamento, o CEO de uma empresa com indicadores de desempenho pobres tentará aumentar os ganhos reportados para prevenir ou adiar a demissão.

Fonte: adaptado de Abdelghany (2005).

Entretanto, o gerenciamento de resultado somente é possível devido à flexibilidade existente na elaboração dos relatórios financeiros que possibilitam mudar o lucro operacional das empresas. O gerenciamento de resultado é a manipulação da receita com intuito de cumprir com o objetivo estabelecido pela administração. Portanto, a qualidade dos lucros e o gerenciamento de resultados são relacionados; consequentemente às empresas que gerenciam os seus resultados detêm a qualidade dos lucros ruim, porém, empresas que não o fazem, não terão necessariamente uma boa qualidade, já que essa é afetada por diversos fatores (Ortega & Gant, 2003, Abdelghany, 2005, Lo, 2008, Schipper e Vincent, 2003). O Quadro 3 apresenta as técnicas comumente utilizadas pelas empresas.

Quadro 3 – Técnicas comumente utilizadas pelas empresas para o gerenciamento de resultados

Técnicas	Definições
Reconhecimento de receita	Uma das ferramentas de gerenciamento de ganhos mais comuns é o reconhecimento de receita antes que o vendedor tenha realizado nos termos de um contrato de venda.
Big Bath	O custo é aceito usando uma única taxa de reestruturação. Esta opção fará com que a empresa sofra grandes gastos de custo para o período atual, mas ganhará lucros maiores no período posterior.
Abuso de Materialidade	Manipulação dos ganhos onde não existe um alcance específico sobre o quão material é uma transação.
O Cookie Jar	Jarro chuvoso ou reservas de contingência, significa em um bom período de condição financeira, a empresa pode reduzir os ganhos, fazendo mais reservas, maior custo e uma baixa, vice-versa.
Round Tripping, back to back e Swap	Vendendo um ativo / unidade para outra empresa com um acordo para comprá-lo de volta em um nível de preço fixo, o que ajudará a aumentar a receita da empresa.
Mudanças contábeis voluntárias	Mudança de política contábil usada pela empresa.
Contabilidade conservadora	Método contábil mais conservador, como LIFO e adicionando custo para R & D em vez de capitalizá-lo.
Usando o Derivativo	Manipular os ganhos através da aquisição de instrumentos de hedge.

Fonte: adaptado de Abdelghany (2005) e Murhadi (2010).

Nota-se que as práticas de gerenciamento de resultado podem ser classificadas, resumidamente, de três formas: (a) gerenciamento de resultado por meio de *accruals*; (b) manipulação das atividades operacionais; (c) manipulação classificatória das demonstrações contábeis (Paulo, 2007).

A manipulação por meio de acumulações ocorre por meio das contas de resultados que estão no cômputo do lucro, porém, as disponibilidades não são necessariamente movimentadas, de acordo com a literatura internacional, é a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa da empresa (Martinez, 2001). Com isso, as acumulações conceituam-se como métodos empregados com as finalidades para atender o regime de competência e visa medir o resultado econômico independentemente da realização financeira das transações e dos eventos ocorridos (Paulo, 2007).

A diferença entre as acumulações discricionárias e o fluxo de caixa é determinada pelo período de tempo. Contudo, para analisar o gerenciamento de resultado é necessário separar as acumulações discricionárias e não discricionárias. Não discricionárias, são provenientes das atividades da empresa e as discricionárias são artificiais e teriam a finalidade de manipular somente o resultado contábil (Paulo, 2007).

Já a manipulação pelas atividades operacionais é determinada pelos gestores ao desenvolverem ações que desviam da melhor decisão, reportam os resultados de acordo com as suas necessidades (Gunny, 2005). Essa prática decorre devido aos desvios das práticas

normais do negócio com a finalidade de atingir certos níveis de resultados (Roychowdhury, 2006).

A manipulação classificatória das demonstrações contábeis ocorre por meio da reclassificação dos elementos contidos nas demonstrações contábeis (Gramlich, McAnally, & Thomas, 2001; Gordon & Joos, 2004). Essas detêm um impacto na mensuração dos componentes do ativo, passivo, patrimônio líquido e nas receitas e despesas, com isso, também prejudicam a análise da liquidez, endividamento, rentabilidade, entre outros indicadores (Paulo, 2007).

Dessa forma, com base na literatura, Leuz *et al.* (2003) desenvolveram quatro medidas de gerenciamento de resultados. Essas medidas capturam a informação dos resultados das atividades de gerenciamento de resultados, no qual os agentes contornam as regras contábeis, e por consequência, os relatórios não refletem as práticas reais da empresa (Leuz *et al.*, 2003).

A primeira medida relata que as mudanças no desempenho econômico da empresa por meio das decisões operacionais são realizadas antes das opções existentes para divulgação nos relatórios financeiros. Essa medida concentra-se nas escolhas de informações, e capta o grau de suavização dos resultados devido a sua variabilidade dos ganhos reportados (Leuz *et al.*, 2003).

A Equação 4 demonstra a primeira medida proposta para mensurar a suavização de resultados de Leuz *et al.* (2003).

$$EM1 = \frac{\sigma_{Lop}}{\sigma_{Fco}} \quad (4)$$

Onde;

σ_{Lop} refere-se ao desvio padrão do lucro operacional e;

σ_{Fco} refere-se ao desvio padrão do fluxo de caixa operacional.

O quociente dessa divisão controla a diferença da variabilidade do desempenho econômico das empresas. Dessa forma, quanto menos essa medida, mais suavização de resultados os gestores praticam, indicando assim, que a discricionariedade contábil é exercida para alavancar os resultados reportados (Leuz *et al.*, 2003).

Os gestores também podem fazer uso da discricionariedade existente para ocultar os choques econômicos com o fluxo de caixa operacional da empresa. Essa maneira ocorre quando são antecipadas as receitas futuras, ou então, atrasados os custos com a finalidade de camuflar o desempenho atual da empresa. Além disso, devido a um forte desempenho atual

pode-se realizar reservas futuras. Dessa forma, a segunda métrica proposta Leuz *et al.* (2003) está descrita na Equação 5.

$$EM2 = \rho(\Delta accrual, \Delta Fco) \quad (5)$$

Onde;

ΔFco refere-se as variações do fluxo de caixa operacional da empresa.

$\Delta accrual$ é a variação das acumulações discricionárias totais da empresa, os Accruals podem ser calculado de acordo com a Equação 6;

$$Accruals = \frac{(\Delta AtC - \Delta Disp - \Delta Pc - \Delta Fcp - \Delta Depr)}{At_{-1}} \quad (6)$$

Sendo que;

ΔAtC Refere-se a variação do ativo circulante da empresa;

$\Delta Disp$ Indica a variação do caixa e equivalente de caixa (Disponibilidades) da empresa;

ΔPc Concerne as variações do passivo circulante da empresa;

ΔFcp Pertence às variações do financiamento de curto prazo da empresa;

$\Delta Depr$ Aborda a depreciação do período da empresa;

At_{-1} Refere-se ao ativo total do período anterior da empresa,

A Equação 5 descreve a correlação entre ambas as variáveis. Esses acréscimos obstruem o fluxo de caixa que por sua vez, resulta em uma correlação negativa entre as variações das provisões e o fluxo de caixa operacional (Leuz *et al.*, 2003).

A terceira medida indica que os gestores além de diminuir as flutuações no desempenho das empresas também utilizam com a finalidade de alcançar determinados objetivos de lucro ou desempenho extraordinários em períodos específicos, como por exemplo, na emissão de novas ações. Assim, as práticas são realizadas para reportar ao mercado ganhos maiores. Nesse sentido, a terceira medida de gerenciamento de resultado está descrita na Equação 7.

$$EM3 = \frac{\sum \frac{|Accruals|}{|Fco|}}{n} \quad (7)$$

Onde;

$|Accruals|$ refere-se ao valor absoluto das acumulações discricionárias;

$|Fco|$ Indica o valor absoluto do fluxo de caixa operacional

n refere-se ao número de períodos.

Entretanto, os gerentes podem utilizar as provisões discricionárias com o intuito de aumentar a informatividade dos relatórios financeiros. Neste cenário, essa prática pode ser influenciada em ambiente de proteção efetiva dos investidores externos, portanto, não se estende aos países com fraca proteção aos investidores (Leuz *et al.*, 2003).

A quarta métrica, refere-se à discricionariedade dos ganhos reportados, pois os gestores detêm incentivos para evitar perdas de qualquer magnitude, porém, a discricionariedade é limitada, e assim, não é possível reportar lucros quando os prejuízos são grandes. Dessa forma, pequenas perdas, bem como pequenos lucros, tendem a estarem mais propensos dentro dos limites discricionários (Leuz *et al.*, 2003). A equação 8 demonstra a 4 métrica.

$$EM4 = \frac{LL}{At} \quad (8)$$

Onde;

LL refere-se ao lucro líquido da empresa no período e;

At representa o Ativo Total da empresa no período;

Contudo, a proporção de pequenos lucros e prejuízos pode mudar de acordo com o país. Define-se como proporção de pequenas perdas quando o resultado do coeficiente da Equação 7, que descreve o retorno sobre o ativo, estiver entre $[-0,01$ a $0,00]$ e pequenos ganhos quando estiver entre $[0,00$ e $0,01]$ (Leuz *et al.*, 2003).

Diante desse cenário, quando a empresa sinaliza o reconhecimento de novas provisões decorrente de escolhas contábeis, ou até mesmos decorrentes de assuntos operacionais, poderá haver reações por parte dos demais competidores do mercado, o que afetará a lucratividade do setor até voltar a um equilíbrio (Stiglitz, 2002).

2.4 COMPETITIVIDADE DE MERCADO

Os modelos teóricos sobre a direção do efeito inerente à competitividade de mercado sobre a produtividade são ambíguos. A concorrência crescente diminui os lucros da empresa

e, da mesma forma, diminui os incentivos para exercer esforços naquele mercado, por outro lado, pode reduzir os custos de agência ou aumentar o risco de falência (Griffith, 2001).

Contudo, existe um consenso que a competitividade de mercado afeta as decisões gerenciais de uma empresa, assim, torna-se um determinante de rentabilidade (Nickell, 1996). Porém, não se encontra uma concordância referente ao efeito que a competitividade tem sobre o comportamento dos gestores ou, até mesmo, sobre os incentivos fornecidos para os gestores. Existem evidências que a competitividade pode substituir os incentivos e também existem evidências que a competitividade e os incentivos podem ser complementares (Karuna, 2007).

Entretanto, a competição de mercado é uma das maiores forças econômicas que direcionam a eficiência das empresas, mas somente a competição não pode preencher os problemas inerentes à governança corporativa (Shleifer & Vishny, 1997). Com isso, em ambientes competitivos, mesmo reduzindo o retorno das empresas, e a disponibilidade dos gestores para expropriar os acionistas minoritários, a competição por si só não elimina benefícios do controle dos gestores (Almeida, 2010).

Porém, não existe uma única instituição normatizadora ou reguladora que incentive as empresas a operarem de forma eficiente e, que por sua vez, resguarde os direitos e proteção do capital dos acionistas por completo. Com isso, aparecem as lacunas existentes perante o comportamento oportunistas dos gestores e os interesses dos acionistas, evidenciando as falhas de mercado (Almeida, 2010). Entre as falhas existentes estão o monopólio, fatores externos inerentes à sociedade, assimetria de informação e, ainda, o excesso de competição (Kothari, 2009).

Nesse sentido, a governança corporativa das empresas é exercida por meio de um agrupamento de mecanismos e pela interação entre eles. Assim como, pode-se considerar que a competição de mercado, como mecanismo, pode impactar o valor da empresa, pois a mesma influencia o uso da informação contábil concomitantemente com o processo de governança. Outro efeito decorre da possibilidade dos mercados competitivos influenciarem os custos de divulgação das informações privadas exigidas pelo mercado, que por sua vez, leva as informações inerentes ao desempenho das empresas ao público (Bushman & Smith, 2003).

Dentro desses benefícios advindos da competição de mercado está a melhoria da qualidade da gestão, pois existem competidores que possibilitam a comparação. E ainda, deixa mais evidente o desempenho da empresa perante os concorrentes, além disso, também diminui os choques econômicos. A outra face da competição evidencia que as empresas podem arriscar-se a qualquer custo para atingir seus objetivos, e manter ou elevar sua posição perante a avaliação, com finalidade de captação de recursos (Tirole, 2006).

Logo, a má administração e o desempenho operacional ruim, também podem ser problemas advindos de empresas menos competitivas. Entretanto, as indústrias menos competitivas podem se beneficiar mais com uma boa governança em relação às empresas altamente competitivas (Giroud & Mueller, 2011). Nesse sentido, a qualidade da governança corporativa afeta o retorno das ações das empresas, em contrapartida, as empresas com melhores práticas de governança corporativa detêm maior retorno em suas ações (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003).

Dessa forma, o grau de concentração de mercado pode contribuir com a redução das escolhas dos gestores em relação à distorção da realidade econômica das empresas, assim, eleva-se a relevância informacional provenientes dos números contábeis (Marciukaityte & Park, 2009). A concentração de mercado pode ocorrer devido ao crescimento maior da firma perante os seus competidores, devido à eficiência de suprir seus clientes, ou então, por meio de colaboração das empresas e barreiras de entradas (Demsetz, 1973).

Nota-se também, que as empresas podem se fundirem e adquirir uma parcela de mercado predominante à concorrência. Porém, as agências normatizadoras e reguladoras utilizam a concentração de mercado como um meio de proteção dos consumidores. No Brasil, o índice Herfindahl é utilizado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) (Oliveira, 2014). A Equação representa as operações provenientes ao cálculo da concentração de mercado pelo índice Herfindahl.

$$IH = \sum_{i=1}^n (\text{marketshare})^2 \quad (9)$$

Conforme expressado na Equação 9, o índice Herfindahl é calculado pela somatória da participação de mercado das empresas elevado ao quadrado. Assim, o grau de competitividade pode chegar até 10.000 (100²). De acordo com a quota, o mercado é classificado segundo o grau de concentração obtido. Nesse sentido, o Quadro 4 demonstra a classificação da competitividade dos mercados de acordo com o índice Herfindahl.

Quadro 4 – Classificação da competitividade de mercado de acordo com o índice Herfindahl

Valores	Classificação
Abaixo de 100 pontos	Mercado não concentrados
Entre 1.500 a 2.500	Mercados moderadamente concentrados
Acima de 2.500	Mercados altamente concentrados

Fonte: Departamento de Justiça dos Estados Unidos da América (2010).

De acordo com a pontuação do índice Herfindahl são obtidas três classificações de mercado: não concentrados, moderados e altamente concentrados. Porém, ao se tratar de fusões, as agências reguladoras consideram o nível após a fusão e o aumento no índice resultante da fusão. A finalidade não é deixar rígidas as fusões competitivas e benignas aos consumidores, mas de identificar as fusões que possam atentar contra a competitividade do setor.

Entretanto, o índice de concentração afeta o mercado de capitais, pois o fluxo de caixa proveniente do ambiente competitivo também é precificado no mercado acionário, e isso, implica no risco inerente ao processo de inovação das empresas. Logo, o esse risco pode ser mensurado pelo grau de competição e a relação entre o retorno das ações (Hou & Robinson, 2006).

2.5 RISCO NÃO SISTEMÁTICO

Uma questão importante nas finanças é prever a volatilidade dos títulos. Economicamente, as previsões podem ser analisadas como uma medida inerente à crença do mercado pela incerteza futura da economia (Kim, & Kim, 2016). Os modelos de precificação de ativos de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) talvez sejam os mais intuitivos paradigmas de precificação de ativos (Brennan & Zhang, 2012).

Porém, apesar de ser um exemplo útil, não permite capturar a complexidade existente no mundo real da relação entre risco e retorno. Isso acontece, devido ao modelo não estabelecer um período único e nem especificar a duração ou horizonte de tempo que o investidor tomará as decisões. Perante o exposto, é necessário deter alguns pressupostos, como por exemplo, a mensuração dos intervalos mensais, presumindo que seja uma estatística adequada para mensurar o risco sistemático de forma segura (Brennan & Zhang, 2012).

Diante disso, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) compara a relação existente do risco não sistemático perante o retorno de um ativo, sendo assim, a medida encontrada pelo coeficiente beta é um indicador de grau de variação do título em relação ao mercado. Essa variação no retorno determina o risco do ativo (Gitman, 2010).

O coeficiente beta demonstra o grau de risco no qual o ativo está exposto em relação ao mercado. Nesse sentido, a variação do mercado é considerada igual a 1, assim, os ativos que possuem um beta igual a 1 detêm a volatilidade similar à do mercado. Já os ativos que apresentam beta superior, possuem a volatilidade maior em relação ao mercado na mesma

proporção (Gitman, 2010). Na Figura 3 está descrito o grau de exposição ao risco, conforme o modelo CAPM.

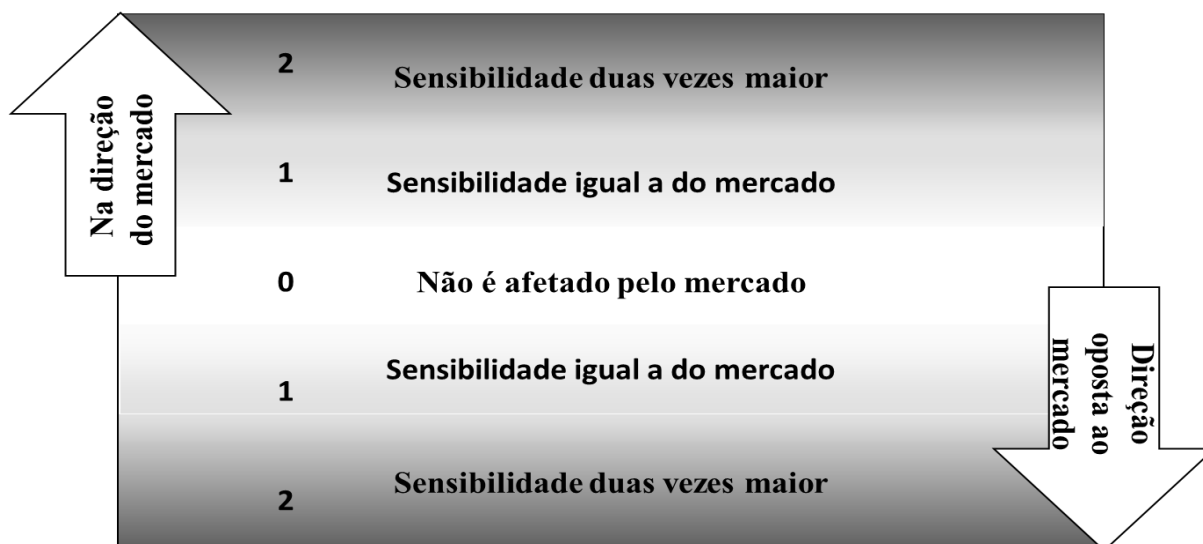


Figura 3. Grau de exposição ao risco de acordo com o coeficiente beta

Fonte: adaptado de Gitman (2010).

Ressalta-se que o coeficiente pode ter tanto o sinal positivo quanto negativo, esse sinal, determina a direção da volatilidade do título perante o mercado, podendo estar na mesma direção ou na direção oposta (Gitman, 2010).

E ainda, é necessário considerar um modelo de fator único, pois se baseia na hipótese de que a taxa de retorno demandada, pode ser premeditada fazendo uso do risco sistemático que é representado pelo coeficiente Beta. Desta maneira, o nível mínimo de retorno é a taxa livre de risco (Nhleko & Musingwini, 2016).

Evidentemente, a hipótese que o maior risco, proveniente do maior coeficiente beta, é pouco relacionado ao maior retorno. Contudo, essa hipótese é utilizada pelas partes interessadas combinando carteiras, e devido ao modelo ser linear, obter um intercepto igual a zero a inclinação se iguala ao mercado. Entretanto, existem estudos que contradizem essa hipótese (Fama & French, 2004).

A atratividade do modelo de formação de preços de ativos (CAPM) oferece uma predição poderosa e atraente para medir o risco e a relação existente entre risco e retorno esperado. O CAPM demonstra como os mercados avaliam as ações, bem como determinam os retornos esperados pelos investidores. Desta maneira, a metodologia oferecida pelo CAPM quantifica o risco e retorno, traduzindo-os em estimativas sobre o retorno e patrimônio. Entre as principais vantagens do modelo está a natureza de estimar o custo de capital (Rossi, 2016).

Com isso, os gestores financeiros podem utilizá-los com a finalidade de complementar as demais técnicas existentes, com o intuito de desenvolver cálculos realistas e úteis para os seus investimentos. Mesmo que a aplicação tenha debate teórico, a teoria financeira moderna volta sua atenção para a questão de gerenciamento de investimentos (Rossi, 2016).

Dessa forma, os problemas inerentes às finanças corporativas também se beneficiam do uso dessas técnicas. Porém, infelizmente, o registro empírico do modelo é fraco, pois os problemas existentes no CAPM refletem muitas falhas teóricas, e advêm de resultados de muitos pressupostos simplificados. Além disso, existem uma série de dificuldades de implementação nos testes válidos do modelo (Rossi, 2016).

A utilidade do CAPM ocorre pelo fato de permitir estimar o custo do capital em relação aos retornos que os investidores exigem ao escolher o ativo de determinada empresa. Assim, é descrito pelo CAPM a existência entre o *tradeoff*, os retornos dos ativos e o risco de mercado (Rossi, 2016). Logo, quanto maior o risco, maior o retorno (Assaf Neto, 2009, Gitman, 2010). Em face dessa sistemática abordada pelo CAPM sobre o risco dos ativos, o próximo tópico aborda uma discussão sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas.

2.6 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO

Embora, por razões econômicas não explicadas, o tamanho da empresa e a diferença entre o valor de mercado perante o valor contábil (*market to book* – MTB) são relacionados aos fatores de riscos e retornos. Isso decorre da consistência dessas variáveis para avaliar a sensibilidade dos riscos e retornos diante de uma série histórica de preços racionais (Fama & French, 1995). Porém, existem outros determinantes para maximizar o valor da empresa.

Visto que, para maximizar o preço das ações das empresas presume-se que os administradores devem tomar decisões que elevem tanto o fluxo de caixa presente quanto futuro. As medidas contábeis são atraentes para estimar o desempenho das empresas devido à facilidade da compreensão e os cálculos advêm de princípios contábeis padronizados, que por sua vez, permitem a comparação entre empresas e em vários períodos de tempo (Brigham & Ehrhardt, 2007).

Contudo vários fatores afetam os preços das ações, a Figura 4 demonstra os principais fatores que afetam os preços das ações (Brigham & Ehrhardt, 2007).

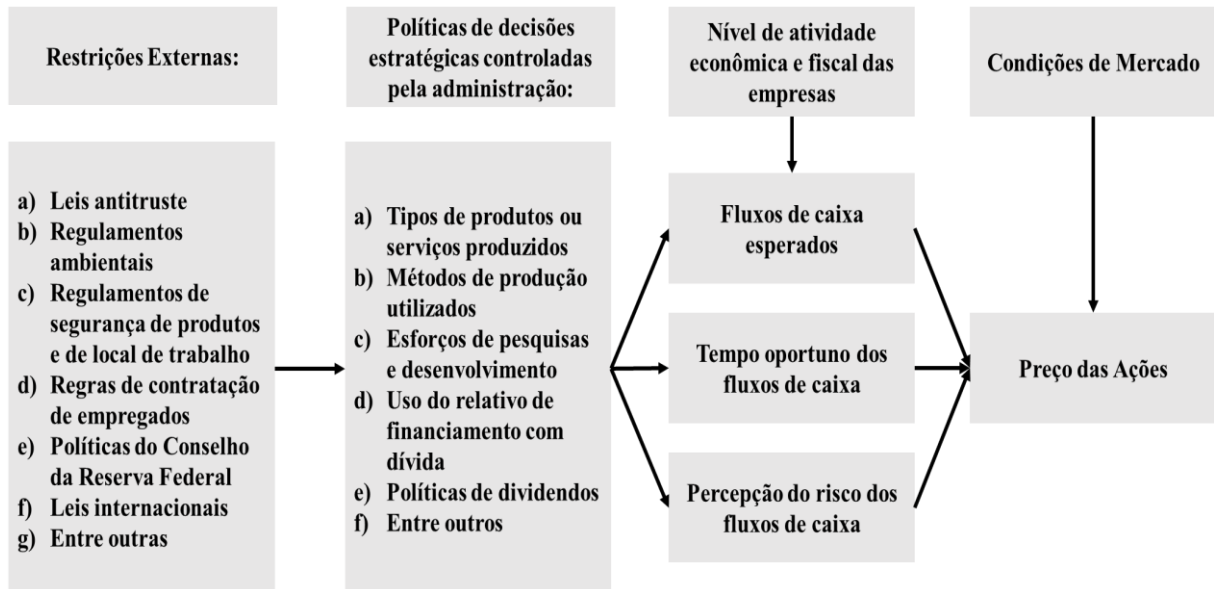


Figura 4. Principais fatores que influenciam os preços das ações

Fonte: adaptado de Brigham e Ehrhardt (2007).

Embora os fluxos de caixa determinem o valor das empresas para os acionistas, não se pode ignorar o lucro por ação (LPA), pois os lucros são mensagens enviadas aos investidores. Visto que ao tomar decisão de elevar o fluxo de caixa futuros, o que eleva o preço das ações, o efeito em curto prazo será inverso e diminuirá o lucro por ação do período atual. Assim, a decisão de postergar o fluxo de caixa também deve ser comunicada aos acionistas, caso contrário, o valor da empresa provavelmente cairá (Brigham & Ehrhardt, 2007).

Contudo, existem restrições internas e externas à empresa que também afetam o preço do título. As restrições externas podem ocorrer tanto por meio de regulamentos e leis inerentes à proteção de livre concorrência, leis ambientais, leis trabalhistas, entre outros. Já os fatores internos, são controlados pelos administradores e envolvem desde o tipo de produto, métodos de produção, decisões de financiamento e investimentos até as políticas de dividendos dentre outras. Assim, esses fatores influenciam o fluxo de caixa da empresa concomitantemente com o nível de atividade econômica e financeira. Além disso, outros fatores importantes referem-se ao tempo oportuno do fluxo de caixa e a percepção de risco dos mesmos, também pode influenciar os preços dos ativos da empresa (Brigham & Ehrhardt, 2007).

Entretanto, o valor da empresa também pode ser medido por outras métricas, e uma das mais consolidadas nas pesquisas de economia e finanças é o Q de Tobin (Famá & Barros, 2000), originalmente proposta por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969), o sucesso desta variável é proveniente da riqueza de interpretações existentes. Visto que o Q de Tobin é

definido como a relação entre o valor de mercado e o valor de reposição de seus ativos físicos, essa variável é o coeficiente da divisão entre ambas as variáveis (Famá & Barros, 2000).

Porém, entre as diversas aplicações, no campo das finanças o Q de Tobin expressa o valor das empresas no sentido de desempenho. Sendo assim, é uma variável que pode ser comparada de empresa para empresa, nesse sentido, é uma definição mais ampla do valor da empresa que considera o valor de reposição dos ativos em vez do valor contábil (Lindenberg & Ross, 1981). Deste modo, a Equação 10 descreve o cálculo para o Q de Tobin.

$$q = \frac{MVA + MVD}{VR} \quad (10)$$

Onde;

MVA refere-se ao valor de mercado das ações da empresa

MVD Valor das dívidas ou capital de terceiros

VR Valor de reposição dos ativos (ativo total)

A soma do valor de mercado das ações com o valor das dívidas ou capital de terceiros representam o valor de mercado total da empresa. E o valor de reposição, é o desembolso necessário para comprar a capacidade produtiva da empresa, mais moderna existente e com o menor custo possível (Famá & Barros, 2000).

Diante dessa conjuntura que envolve os aspectos de governança corporativa, mecanismos e níveis de governança existentes no Brasil, os aspectos voltados à qualidade da informação contábil, competitividade de mercado, risco não sistemático e desempenho; o próximo tópico aborda estudos que compõe esses temas, bem como o desenvolvimento das hipóteses da presente pesquisa.

2.7 ESTUDOS ANTERIORES

Nas seções seguintes são abordados estudos correlatos, bem como os principais resultados e contribuição ao tema estudado.

2.7.1 Relevância da Informação Contábil e Governança Corporativa

A partir da construção do modelo do valor de mercado da empresa em relação aos lucros e valores contábeis desenvolvidos por Ohlson (1995), que conceituou o valor de mercado com os dados contábeis, entre outras informações; surgiram vários estudos que

contribuíram com resultados empíricos e outras comparações. Assim, a relevância da informação contábil foi abordada de diferentes formas pela literatura, e ainda, não se limita apenas aos aspectos contábeis, mas também se encontra a complementariedade com outras *proxys*.

Notam-se os achados de Amir e Lev (1996) que encontraram essa complementariedade ao investigar a relevância da informação contábil e não contábil provenientes de empresas do setor de comunicações. Os resultados demonstraram que por si só as informações contábeis analisadas, como os lucros e o fluxo de caixa, foram irrelevantes. Porém, os indicadores não financeiros, como crescimento da empresa e penetração de mercado, demonstraram-se relevantes. A complementariedade foi evidenciada pela combinação dos lucros e demonstraram a contribuição para explicar os preços dos ativos (Amir & Lev, 1996).

A capacidade dos modelos contábeis de acumulação de fluxo de caixa futuros e o retorno das ações também foram hipotetizadas para predizer os preços dos ativos. Nesse sentido, Cotter (1996) encontrou que a associação dos retornos das ações e os lucros são maiores que os fluxos de caixa, considerando de períodos de um a dez anos. Contribuindo com o quadro conceitual já existente sobre a relevância das informações contábeis para explicar os valores dos ativos.

Contudo, os preços dos títulos podem sofrer mudanças sistemáticas e afetam a relevância dos valores contábeis ao longo do tempo. Com uma análise dos últimos quarenta anos da pesquisa, Collins, Maydew e Weiss (1997) demonstraram que a relevância das informações contábeis não diminuiu ao longo do tempo, e ainda, obteve o efeito inverso. Essa relação pode ser explicada pelas mudanças do tamanho médio das empresas, bem como a intensidade do intangível e os retornos negativos.

Com abordagem crítica às inferências extraídas pela relevância das informações contábeis, Holthausen e Watts (2001) centraram-se nas teorias de contabilidade que baseiam as inferências. Relataram que a literatura inerente aos valores contábeis e os preços dos títulos possuem implicações ou inferências limitadas, assim, são meras associações. Contudo, reconhecem a dificuldade de criar inferências para tal.

Em contrapartida, Barth, Beaver e Landsman (2001), explicaram que a pesquisa sobre a relevância das informações contábeis reflete a informação usada pelos investidores. Destacam ainda, que o foco principal das demonstrações financeiras é o investimento em capital próprio. Portanto, outros usos das informações das demonstrações financeiras, não diminuem a pesquisa inerente à relevância das informações contábeis. Nesse sentido, a

relevância pode ser abordada por métodos de avaliação existentes, no qual as questões econométricas possibilitam estudar a relevância da informação que, de outra maneira, seriam limitadas.

Perante complementariedade e métodos de avaliações existentes, a governança corporativa também é relacionada com a relevância da informação contábil. A pesquisa de Habib e Azim (2008) utiliza as características dos mecanismos de governança, como conselho e comitê de auditoria, para complementar a relevância da informação contábil na Austrália, por meio da estrutura proposta por Ohlson (1995). Os resultados evidenciaram que a estrutura de governança forte aumenta a relevância da informação contábil. Porém, as implicações do estudo apontam as reformas significativas da governança corporativa em todo o mundo e, ainda, que a governança ganha credibilidade dos reguladores por desempenhar um papel fundamental para garantir informações confiáveis.

A relevância da informação contábil e a governança corporativa retém atenção dos pesquisadores devido aos períodos de crises. A título de exemplo, os resultados encontrados por Morris, Pham e Gray (2011), por meio da transparência dos relatórios financeiros, demonstraram que após a crise asiática os investidores tornaram-se mais sensibilizados para questões de transparência e de governança corporativa.

As políticas de divulgações exigidas pelas boas práticas da governança corporativa também detêm o efeito sobre o valor da empresa, assim como a relevância das informações divulgadas. Os achados de Ntim, Opong e Danbolt (2012) indicam que a divulgação das práticas de governança contribui para elevar o valor das empresas.

Nesse mesmo sentido, Wang e Hussainey (2013) examinaram o impacto no nível das divulgações voluntárias, bem como se as mesmas são informativas sobre futuros ganhos. Os resultados demonstraram que algumas características dos mecanismos de governança, como por exemplo, a composição do conselho (proporção de membros não executivos) detém relação positiva a divulgação. Já a dualidade de funções do *Chief Executive Officer* (CEO) possui relação negativa. Dessa forma, as empresas com boas práticas de governança elevam a capacidade de o mercado antecipar os ganhos futuros.

Além da complementariedade, a governança corporativa também pode demonstrar-se como exógena. O estudo de Du, Shao e Wan (2014), avaliou o impacto dos métodos empíricos exógenos e endógenos entre a governança corporativa e o valor da empresa e compreenderam que há endogenidade entre os mecanismos de governança corporativa e o valor das empresas.

O estudo de Tshipa, Brummer, Wolmarans e Du Toit (2018) teve o objetivo de investigar os impactos dos mecanismos de governança corporativa internos das empresas na valorização da relevância da informação contábil na África do Sul. As evidências apontaram que o valor do patrimônio líquido por ação (PLPA) foi relevante, e o mecanismo interno referente à independência do conselho também se demonstrou significativo. Por outro lado, o lucro por ação (LPA) tornou-se mais robusto quando o diretor executivo não acumulou a função de presidente de conselho. A quantidade de membros e existência de comitês em vigor também deixaram o lucro por ação (LPA) mais robusto. A conclusão do estudo ressaltou que o LPA é favorecido pela dependência de recursos para mitigar os problemas de agência.

Assim, considerando os pressupostos de Ohlson (1995), nos quais o Lucro por Ação e o Patrimônio Líquido por Ação refletem o conteúdo das informações contábeis, a relevância da informação contábil detém restrições, e uma dessas, refere-se à tempestividade da informação. O próximo tópico aborda estudos voltados para a métrica da qualidade da informação contábil e a governança.

2.7.2 Tempestividade da Informação Contábil e Governança

Nota-se que a tempestividade é um dos atributos qualitativos da informação contábil que tem o intuito de suprir a demanda dos *stakeholders* para tomada de decisão, assim, este atributo é uma restrição da relevância da informação. Dessa forma, a tempestividade também se reflete nos resultados contábeis e nas expectativas de ganhos futuros e com outras características das empresas.

A característica de concentração de propriedade foi investigada por Bushman, Chen, Engel e Smith (2000). Esses autores estudaram a transparência das operações das empresas sobre o foco dos investidores externos, na presença dos mecanismos de governança. A tempestividade dos resultados indica que os incentivos aos gestores e a reputação dos diretores externos variam inversamente com a tempestividade.

De acordo com os resultados de Abdelsalam e Street (2007), a tempestividade dos relatórios detém associação com as características relativas à experiência e independência do conselho. Os diretores com mais idade fornecem os relatórios em menor tempo, porém, a independência do conselho é negativamente associada à tempestividade analisada e a dualidade de funções dos CEOs é associada aos relatórios menos tempestivos.

No Brasil, Dalmácio e Rezende (2008) analisaram a relação entre tempestividade e utilidade da informação e os mecanismos de governança corporativa. Os dados obtidos

apontaram que os mecanismos são implantados para reduzir o gerenciamento de resultados e evitar a manipulação dos dados. Além disso, as empresas que possuem um nível de governança diferenciado apresentam tanto informações contábeis mais úteis quanto tempestivas, o que pode influenciar os retornos econômicos das empresas. Contudo, a característica referente ao tamanho da empresa não foi consistente.

O impacto dos mecanismos de governança corporativa na tempestividade dos lucros das empresas listadas na bolsa de valores do Teerã foi objeto de estudo de Hkouzani, Arman e Beygi, A. H. (2016). Os resultados indicaram a relação positiva entre a concentração de propriedade e tempestividade do lucro. Assim, quanto maior a concentração, maior será a tempestividade da informação contábil. Já independência do conselho possui uma relação negativa.

A relação dos mecanismos perante as características das empresas, também foi abordada por Kamalluarifin (2016) na Malásia. O conselho e a tempestividade obtiveram relação negativa, mas a idade dos diretores, a rentabilidade e a alavancagem foram positivamente relacionadas. Contudo, o tamanho da empresa não foi estatisticamente significativo.

Por meio dos níveis diferenciados de governança corporativa, Beiruth, Brugni, Favero e Goes (2014) analisaram a relação entre as datas de divulgação e a governança corporativa. As evidências demonstraram que as empresas que detinham práticas de governança inerente ao Novo Mercado, obtiveram maior associação. Os resultados sugerem uma relação substituta entre o nível de governança e a tempestividade de divulgação das firmas.

Portanto, a governança corporativa, por meio dos seus mecanismos, se relaciona com a tempestividade da informação contábil de várias maneiras, bem como com as características das empresas.

Entretanto, mesmo que as informações sejam relevantes e tempestivas, podem sofrer estimativas de conservadorismo condicional, pois “más notícias” detêm implicações mais repentinas nos preços dos ativos (Basu, 1997). Assim, o próximo tópico aborda estudos sobre o conservadorismo condicional.

2.7.3 Conservadorismo Condicional e Governança

As pesquisas sobre conservadorismo condicional refletem a regularidade assimétrica e as notícias ruins ante as boas, as variações ocorrem de acordo com as diferenças nos regimes institucionais, existente no âmbito dos países. Os estudos relacionam o conservadorismo com

as demais características das empresas, e também, com as outras características da informação contábil.

O conservadorismo e a suavização de resultados, por exemplo, são dois atributos diferentes da qualidade da informação contábil e que produzem distorções diferentes no resultado contábil. Entretanto, conforme os achados de Gassen *et al.* (2006), essas duas características se demonstraram fracamente correlacionadas, mas a suavização de resultados pode explicar as diferenças do conservadorismo de acordo com os países. Entretanto, os achados também evidenciaram que o conservadorismo condicional aumenta a relevância do financiamento de dívidas, enquanto a suavização dos lucros aumenta a relevância dos dividendos.

Os determinantes econômicos do conservadorismo e a legislação também podem afetar as formas, ou seja, afetam tanto o conservadorismo incondicional quanto condicional. Dentre os cenários de tributação e regulamentação, notam-se os incentivos para a transferência de renda dos períodos com mais pressão fiscal para os períodos com pressão fiscal menor. As estratégias são provenientes a alteração dos lucros ao reconhecer perdas, que não seriam reconhecidas se considerar a influência do comportamento agressivo dos gestores perante os incentivos (Lara, Osma & Penalva, 2009).

Outra característica investigada por Lara, Osma e Penalva (2011), é a associação entre o conservadorismo e custo do capital social. Os resultados encontrados demonstraram uma relação negativa entre o conservadorismo condicional e o retorno médio das ações, assim, os resultados apontaram que essas variáveis são medidas de custos implícitos nas previsões dos investidores.

Nesse mesmo sentido, a sensibilidade em excesso do resultado contábil perante os retornos negativos em relação aos positivos pode estar associadas a prováveis demandas de conservadorismo das empresas bem como de outros fatores, como por exemplo, medidas tomadas pelo conservadorismo incondicional de reclassificações de componentes do lucro. Assim, achados sustentam que os componentes dos fluxos de caixas são susceptíveis a serem afetados pelo conservadorismo (Hsu, O'Hanlon & Peasnell, 2012).

A governança também possui fatores determinantes no conservadorismo. O estudo de Beekes, Pope e Young (2004) realizou um link entre conservadorismo e da tempestividade e composição do conselho de administração. Os resultados apontaram que empresas com mais membros externos são mais propensas a possuir o conservadorismo condicional, assim, essas empresas reconhecem as más notícias de forma tempestiva. Mas, por outro lado, empresas com conselhos com mais membros não tendem a exibir o conservadorismo. Assim, a

composição do conselho é um fator preponderante para qualidade dos lucros reportados, bem como para a tempestividade inerente as notícias más.

O conservadorismo na exploração da eficiência dos investimentos das empresas não financeiras do Afeganistão foi objetivo do estudo de Yasir (2018). Os resultados demonstraram que a eficiência dos investimentos é afetada significativamente pelo conservadorismo. E ainda, o conservadorismo incentiva mais investimentos em empresas que estão em condições de subinvestimentos. Além disso, foi observado que o conservadorismo por meio do reconhecimento de perdas oportunas desempenha um papel fundamental na redução dos conflitos entre os acionistas, sendo assim, o conservadorismo exerce um papel de monitoramento para proteger os investidores e aumentar a eficiência geral dos investimentos.

Mesmo com as limitações da tempestividade, relevância e do conservadorismo, a qualidade da informação contábil pode ser distorcida por outros componentes, como por exemplo, o gerenciamento de resultados. Diante do exposto, o próximo tópico aborda essa métrica da qualidade da informação contábil concomitantemente com a governança corporativa.

2.7.4 Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa

A governança corporativa, por meio de seus mecanismos, também se relaciona com gerenciamento de resultado. Os mecanismos de governança fortes tendem a diminuir as oportunidades dos gestores de manipular os resultados contábeis. Nesse sentido, a literatura propõe que a governança reduz o gerenciamento da informação contábil, mas existem evidências contrárias.

Com finalidade de investigar o papel do conselho de administração e do comitê de auditores, Alzoubi e Selamat (2012) propõem um quadro conceitual para guiar a administração a reduzir as práticas de gerenciamento de resultados (GR). As relações existentes provenientes de estudos anteriores notam que conselhos menores e com mais diretores independentes, possuem mais conhecimentos financeiros e tendem a se reunir com mais frequência, assim, são mais efetivos no papel de monitoramento. Já as comissões de auditorias com o número de membros maiores são mais ativas para supervisionar os gestores. Assim, dentro dessas características as empresas tendem a serem menos propensas a permitir gerenciamentos de resultados oportunistas.

Devido ao propósito de investigar o efeito das boas práticas de governança perante a redução do gerenciamento de resultado da empresa, Murhadi (2010) analisou empresas

listadas na bolsa de valores da Indonésia. Os achados apontaram que apenas a prática de gestão de remuneração é afetada pela dualidade de funções do *Chief Executive Officer* (CEO) e pela existência de acionistas controladores. Dessa forma, outras características, como por exemplo, mecanismos como comitê de auditoria, não obtiveram nenhum efeito sobre o gerenciamento de resultados.

Nessa mesma alínea de investigação, Sun Liu (2008) investigaram empresas do mercado de capitais na China. Por meio de uma métrica para mesurar os acréscimos discricionários modelados para captar o gerenciamento por juros financeiros, analisaram a diferença entre gerenciamento de resultados de empresas públicas e privadas. Os resultados foram evidentes ao demonstrar que as empresas privadas possuíam um grau mais elevado em relação às estatais. O desempenho também foi uma das medidas investigadas e determinou o grau de gerenciamento, o inverso ocorreu com a governança.

Sirat (2012) investigou as práticas de governança corporativa, estrutura de participação compartilhada e o tamanho das empresas no gerenciamento de ganhos na Indonésia. O autor pesquisou se o tamanho das empresas e se a gestão de familiares influenciaria as práticas de gerenciamento de resultados e, em conformidade com os estudos anteriores, as práticas de governança não obtiveram significância.

Por meio de uma meta-análise, Lin e Hwang (2010) demonstraram que o gerenciamento de resultados é uma preocupação para os *stakeholders*, embora existem muitos estudos que investigam os efeitos das variáveis de governança e auditoria no gerenciamento de resultados, as evidências são muito inconsistentes. Alguns estudos afirmam ainda que a independência do conselho e experiência diminuem as práticas de gerenciamento e, de forma similar, a independência do conselho, tamanho, número de reuniões, entre outras características das empresas e de governança, também chegam ao mesmo ponto.

Tendo em vista que a competitividade de mercado pode ser considerada como um mecanismo disciplinador da qualidade da informação contábil, o próximo tópico abrange essa discussão.

2.7.5 Competitividade de Mercado e Governança Corporativa

Podem-se atribuir duas características provenientes da competitividade de mercado para a governança corporativa. A primeira delas é o efeito de um mecanismo disciplinar eficiente para os executivos das empresas; a segunda característica é que eleva a preocupação dos investidores e aumenta a pressão no mercado de capitais. Para as indústrias menos

competitivas, a competitividade de mercado atua como mecanismo disciplinador e, por outro, em empresas mais competitivas, induz os gestores a não atuarem conforme os interesses dos acionistas. Assim, a competitividade possui implicações diretas sobre os mecanismos de governança e nos incentivos para os gestores, como por exemplo, nos contratos de remuneração por avaliação de desempenho (Balakrishnan & Cohen, 2011).

O vínculo entre a concorrência de mercado de produtos e os mecanismos internos de governança foram investigados por Chhaochharia et al. (2016), tendo como *proxy* a Lei Sarbanes-Oxley (SOX). Conforme o papel que a concorrência desempenha nos incentivos da empresa, a SOX elevou o funcionamento das indústrias em âmbito concorrencial concentrado quando comparados com indústrias em ambientes menos concentrados. Porém, os achados demonstraram que os efeitos foram evidenciados com mais ênfase sobre as empresas com mecanismos de governança mais fracos, antes da SOX. Assim, a governança é mais importante quando as empresas enfrentam menor competitividade de mercado.

A relação entre governança corporativa e a competição de mercado diante dos retornos das ações na Coreia do Sul foi objeto de estudo de Ryu, Ryu e Hwang (2017). Os resultados encontrados demonstram que a relação entre a concorrência do mercado e as ações é significativa, porém, as melhores práticas de governança corporativa são associadas aos retornos menores, e se elevam de acordo com o nível de concorrência. Assim, os efeitos da governança corporativa sobre o retorno das ações são dependentes dos níveis de competitividade de mercado. Dessa forma, a governança corporativa não é estática, pois muda de acordo com o ambiente do mercado e dos países.

No estudo de Byun, Lee e Park (2014) foi investigado o efeito da política de pagamento de produtos de acordo com a governança corporativa e a competitividade de mercado em empresas sujeitas a problemas de agência e restrições de financiamentos externos. Os resultados evidenciaram que a governança e a concorrência tende a afetar as decisões de pagamentos de dividendos. Dependendo dos custos de agência, dos fluxos de caixas livres e ainda do financiamento externo, as decisões de pagamentos de dividendos podem ser resultados ou substitutos da governança e da concorrência das empresas. Dessa forma, a competitividade de mercado como ferramenta de governança pode ser mais eficaz em relação aos demais mecanismos de monitoramento.

Considerando o papel importante da governança corporativa e da concorrência na redução dos problemas de agência (Byun, Lee & Park, 2014), a governança corporativa só interessa a empresas menos competitivas, pois mecanismos fracos de governança elevam os custos de insumos, salários e custos indiretos. Por outro lado, a governança fraca está

relacionada às empresas com retornos menores nas ações, bem como no desempenho operacional (Giroud & Mueller, 2011). A partir do efeito da competitividade de mercado e a governança corporativa sobre os custos de agência e desempenho das empresas, o próximo tópico aborda estudos sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas.

2.7.6 Desempenho Econômico e Financeiro e Governança Corporativa

Ao investigar a governança corporativa e o desempenho na Índia, Arora, Arora, Sharma e Sharma (2016) verificaram pelos resultados que os conselhos de administração maiores são relacionados a um maior conhecimento e, por consequência, ajuda na tomada de decisões voltadas para o desempenho da empresa. Porém, os resultados demonstram que o retorno sobre o patrimônio líquido e a rentabilidade não são associados aos indicadores de governança corporativa, da mesma forma, a dualidade de funções do CEO. Entretanto, conclui-se que empresas de países em desenvolvimento podem melhorar o desempenho por meio da implementação de boas práticas de governança corporativa.

O efeito da visão distorcida dos gestores sobre a avaliação do mercado da empresa foi analisado por Antia, Pantzalis e Park (2010), os quais investigaram o tempo do mandato dos CEOs. Os resultados demonstraram que os mandatos com horizontes mais curtos estão associados a maiores custos de agência e menor avaliação das empresas, por consequência, maiores níveis de riscos de informação. Esses achados estão em harmonia com o indicativo de que os investimentos de curto prazo são preferíveis em vez de criação de valor em longo prazo.

As práticas de governança corporativa tem sido foco da preocupação dos países asiáticos, após a crise financeira de 1997. Por meio de teste de hipótese e correlação, entre as práticas de governança corporativa e desempenho, Zabri, Ahmad e Wah (2016) mediram o tamanho e independência do conselho frente o retorno do ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Os resultados demonstraram que existe correlação negativa, porém fraca, da governança com o ROA e com o ROE não existe correlação significativa.

As evidências de Abdallah e Ismail (2017) chegaram a resultados diferentes, pois foi descoberta a relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho da empresa, porém é mais forte entre baixos níveis de concentração de propriedade. E ainda, a relação entre o desempenho e a governança é positiva em empresas sem concentração acionária.

Em divergência com esses resultados, Darko *et al.* (2016) encontraram resultados que apontam que a concentração de propriedade e representação feminina no conselho tem um

impacto positivo no desempenho das empresas. Porém, não foi possível encontrar o efeito do tamanho do conselho e do comitê de auditoria perante o desempenho. Mas, diretores independentes e frequência do comitê de auditoria afeta negativamente o desempenho da empresa.

De acordo com o estudo de Rossi (2016), que investiga a relação entre governança corporativa, risco e desempenho ajustado ao risco, por meio do beta e o desvio padrão a medidas de desempenho e o Q de Tobin. Os resultados evidenciaram relação negativa entre a tomada de risco e a concentração de propriedade. Mas, existe uma relação positiva entre a concentração da propriedade e o desempenho ajustado ao risco e ao Q de Tobin. Diante do relacionamento existente entre governança corporativa, risco e retorno, o próximo tópico aborda o risco não sistemático e a governança corporativa.

2.7.7 Risco não Sistemático e Governança Corporativa

Quando se analisam os fatores de risco inerentes ao retorno das ações nota-se o fator próprio do mercado devido à volatilidade e os coeficientes relacionados às características da empresa, como por exemplo, tamanho e patrimônio líquido (Fama & French, 1993). Assim, o risco também se associa às características das empresas e de governança.

Os estudos de Gompers, Ishii e Metrick (2003) demonstraram que as empresas com proteção aos direitos dos acionistas fracos tendem a exibir desempenho baixo. Os resultados de Core, Guay e Rusticus (2006) corroboram demonstrando que em empresas com os direitos dos acionistas fracos também possuem desempenho operacional insuficiente. Assim, a governança fraca provoca retorno dos títulos igualmente fracos.

A relação entre políticas de governança corporativa e o risco idiossincrático foi abordada por Ferreira e Laux (2007). Os resultados apontaram que mercados mais propensos ao controle corporativo apresentam preços das ações mais informativos por meio de coleta e informações privadas. A interpretação sobre o fluxo da informação é um componente da volatilidade que não é associado à governança corporativa e à eficiência do investimento corporativo.

Ao examinar a governança bancária e as escolhas de risco, Calomiris e Carlson (2016) relacionaram as diferenças de propriedade gerencial e políticas de governança corporativa, riscos e métodos de gerenciamento de riscos. Os resultados demonstraram que a governança corporativa formal e a alta participação dos administradores são correlacionadas de forma negativa. Já os salários dos gestores e o autoempréstimo ocorrem em proporções maiores

quando o controle gerencial é maior e, em menor proporção quando a administração é contratada. Assim, a alta concentração de propriedade gerencial, a qual possui baixa governança formal, tende a ter menores riscos de inadimplência. Por outro lado, o alto controle gerencial, relaciona-se a maior dependência do dinheiro e não se limita ao risco.

De acordo com a teoria da agência, deve existir a relação entre desempenho da empresa e as boas práticas de governança corporativa de forma positiva (Michelberger, 2016). Contudo, de acordo o estudo de Michelberger (2016), perante a aversão ao risco do conselho de administração, os resultados inerentes ao desempenho das empresas tendem a ser menores.

3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

O presente estudo foi realizado de acordo com a abordagem quantitativa (Hair, Babin, Money & Samouel, 2005), pois tem o intuito de analisar as métricas que perfazem a qualidade da informação contábil: relevância, tempestividade, conservadorismo condicional, bem como o risco não sistemático e competitividade, além do desempenho econômico e financeiro como determinantes dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2017.

Assim, para analisar os objetivos dessa pesquisa foi utilizada a regressão logística. Este método é empregado para determinar o comportamento de uma variável dependente, perante outras variáveis, podendo ser métricas ou não. Com isso, a regressão logística detém o intuito de averiguar a decorrência das variáveis escolhidas perante a probabilidade de ocorrência do evento de interesse (Fávero, Belfiore, Silva & Chan, 2009). Na regressão logística, tem-se a seguinte expressão descrita na Equação 11.

$$\ln(pGov) = \alpha_0 + x_i'\beta + \varepsilon_i \quad (11)$$

Onde;

$$\ln(pGov) = \left(\frac{1}{1 - e^{-(\alpha + x_i'\beta + \varepsilon_i)}} \right) \quad (11.1)$$

E assim, e descreve o número de Euler, α é a constante do modelo, $x_i'\beta$ refere-se aos k vetores referente às variáveis explicativas, ε_i representa o erro.

Quanto à variável dependente, refere-se ao conjunto de práticas de governança corporativa mais exigente da BM&FBOVESPA. Contudo, recorte temporal refere-se ao ano posterior das características das empresas.

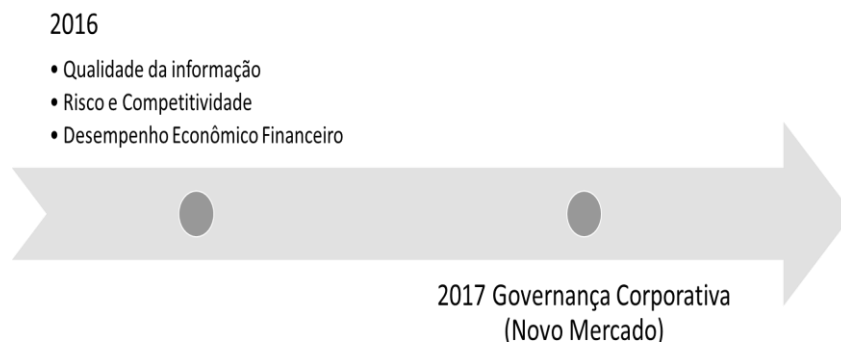


Figura 5. Recorte temporal das variáveis do estudo

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Ressalta-se, que muitos estudos atribuem a governança corporativa como variável exógena. Portanto, existe a possibilidade de ela seja uma variável endógena, e com isso, as características das empresas possam influenciá-la (Silveira, 2004).

Assim, para evidenciar as características da empresa que influenciam o maior nível de práticas de governança corporativa, isto é, o conjunto de práticas referente ao Novo Mercado, a variável dependente possui uma diferença temporal. E essa diferença ocorre pelo fato de que após as empresas evidenciarem ao mercado os seus relatórios financeiros, as empresas podem tomar a decisão de adotarem, manterem ou deixarem de estarem listadas no Novo Mercado.

Os próximos tópicos demonstram os construtos fundamentados neste estudo para cada regressão logística.

3.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO PERANTE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Assim, para analisar o primeiro objetivo dessa pesquisa foi realizada uma regressão logística para cada métrica da qualidade da informação contábil.

Para verificar se o arcabouço teórico e analítico desenvolvido por Ohlson (1995), como determinante da governança corporativa, é necessário que a informação contábil seja relevante para determinar as chances de ocorrer o maior conjunto de práticas de governança corporativa. E no mercado de capitais brasileiro, as empresas listadas no Novo Mercado são as que possuem as maiores exigências em relação às práticas de governança.

A partir desses argumentos, o Quadro 5 demonstra as variáveis, siglas, descrição e os atributos da relevância da informação contábil como determinantes da governança corporativa.

Quadro 5 – Variáveis de relevância da informação contábil perante os níveis de governança corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo Mercado (0) Demais listagens de governança
Independentes (Explicativas)	LPA	Ano de 2016	Lucro por Ação (LPA)
	PLA	Ano de 2016	Patrimônio Líquido Por Ação (PLPA)

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

O conteúdo informacional do lucro líquido por ação (LPA) e patrimônio líquido por ação (PLA) é utilizado na literatura por meio de diferentes métodos para investigar a relevância do lucro e do patrimônio líquido (Kothari, 2001, Almeida, 2010).

Porém, a informação somente é relevante quando é atualizada e relacionada aos períodos anteriores. Logo, a tempestividade da informação é uma condição para que as informações sejam relevantes. Nessas condições, as empresas fornecem informações oportunas aos investidores.

Com isso, para verificar se as características da informação contábil inerente a tempestividade pode prever as práticas de governança corporativa, neste estudo foram utilizadas as variáveis descritas no Quadro 6.

Quadro 6 – Variáveis da tempestividade da informação contábil perante os níveis de governança corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo Mercado (0) Demais listagens de governança
Independentes (Explicativas)	LPA	Ano de 2016	Lucro por Ação (LPA)
	ΔLPA	Ano de 2015 e 2016	Variação do Lucro Por Ação (ΔLPA)

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

O lucro por ação do período de 2016 compõe a informação mais atualizada e a variação do mesmo de 2015 para 2016, modela a relação com o período anterior. Dentro desse escopo, ao invés de preverem o retorno da ação, as variáveis de tempestividade podem prever o conjunto de práticas de governança corporativas relativa ao Novo Mercado.

Entretanto, a tempestividade possui a limitação do conservadorismo condicional, no qual a informação relevante e tempestiva pode refletir as notícias de forma desproporcional perante o mercado. Assim, as notícias tempestivas que são “boas” ao mercado possuem impacto diferente das notícias tempestivas “ruins”. De acordo com Basu (1997), a sensibilidade dos retornos negativos pode impactar seis vezes mais que os retornos positivos. O que pode levar os gestores a aderirem o conservadorismo condicional.

Diante disso, para verificar se as práticas de governança corporativas do Novo Mercado podem ser determinadas pelos impactos das notícias “boas” e “ruins” perante o mercado, o Quadro 7 demonstra as variáveis utilizadas.

Quadro 7 – Variáveis do conservadorismo condicional da informação contábil diante dos níveis de governança corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo Mercado (0) Demais listagens de governança
Independentes (Explicativas)	<i>Rneg</i>	Ano de 2016	Variável <i>dummy</i> (1) resultados negativos (capta Retornos negativos) (0) caso contrário

Variáveis	Sigla	Período	Descrição
	Δ Valor de Mercado	Ano de 2015 e 2016	Variação do Valor de mercado (Capta retornos positivos)
	$R_{neg} \times \Delta$ Valor de Mercado	Ano de 2015 a 2016 e 2016	Interação entre os resultados e o valor de mercado (capta o conservadorismo)

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

O escopo do conservadorismo condicional como dependente é possível analisar as chances de as empresas tomarem as decisões de adotar, manter ou deixar as práticas de governança corporativa de acordo com os retornos negativos ou positivos e o conservadorismo condicional.

Uma das limitações do conservadorismo condicional ocorre do fato de que os resultados contábeis também são gerenciados por meio das acumulações discricionárias. Além disso, deixa evidentes as diferenças temporais entre o regime de competência e do fluxo de caixa (Almeida, 2010).

Diante disso, para verificar se as práticas de suavização de resultados determinam as práticas de governança, o Quadro 8 demonstra as variáveis de suavização de resultados.

Quadro 8 – Variáveis de suavização de resultados frente os níveis de governança corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo Mercado (0) Demais listagens de governança
Independentes (Explicativas)	$EM1 = \frac{\sigma_{Lop}}{\sigma_{Fco}}$	Ano de 2012 a 2016	Suavização de resultados
	$\log(tam)$	Ano de 2016	Tamanho da empresa (variável de controle)
	$EM1 \times \log(tam)$	Ano de 2015 a 2016 e 2016	Interação entre a suavização de resultado e o tamanho da empresa

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

A medida EM1, proposta por Leuz *et al.* (2003), possui a finalidade de demonstrar as mudanças no desempenho econômico das empresas por meio das decisões operacionais, captando o grau de suavização dos resultados, por meio dos ganhos reportados.

A escolha do tamanho da empresa como variável de controle ocorre devido à consistência econômica que essa variável possui para explicar a sensibilidade dos riscos e dos retornos das empresas (Fama & French, 1995). Todavia, os gestores detêm incentivos para evitar perdas de qualquer magnitude, contudo, é evidente que a discricionariedade para o gerenciamento de resultado é limitada e, assim, não é possível reportar lucros quando os prejuízos são grandes. Dessa forma, pequenas perdas e pequenos lucros tendem a estar dentro dos limites discricionários (Leuz *et al.*, 2003).

Para verificar se o intervalo dos limites discricionários pode determinar o maior conjunto de práticas do mercado de capitais brasileiro, o Quadro 9 demonstra as variáveis utilizadas.

Quadro 9 – Variáveis de limite de gerenciamento de resultados perante os níveis de governança corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo Mercado (0) Demais listagens de governança
Independentes (Explicativas)	$EM4 = [-0,01 > \text{limGer} < 0,01]$	Ano de 2016	Variável dummy (1) se o retorno sobre o ativo estiver entre o limite de gerenciamento de resultado [-0,01 a 0,01] (0) caso contrário
	$\log(tam)$	Ano de 2016	Tamanho da empresa (variável de controle)
	$EM4 \times \log(tam)$	Ano de 2015 a 2016 e 2016	Interação entre o limite de gerenciamento de resultado e o tamanho da empresa

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Da mesma forma que a métrica EM1, a métrica EM4 também se refere à prática de gerenciamento de resultados, porém, descreve o intervalo onde os gestores procuram gerenciar o resultado devido aos incentivos que possuem para tal.

O tamanho da empresa, da mesma forma que o construto anterior, foi adicionado devido à consistência econômica que essa variável possui para explicar tanto o retorno quanto o risco da empresa. Além da qualidade da informação, a governança corporativa possui outras relações teóricas, entre essas, estão o risco não sistemático e os níveis de governança corporativa.

3.2 RISCO E COMPETITIVIDADE PERANTE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A literatura abordada neste estudo embasa relações e influências entre os efeitos dos mecanismos de governança e o risco não sistemático e a competitividade. Assim, para cumprir com o segundo objetivo específico desta pesquisa, as variáveis foram utilizadas as informações descritas no Quadro 10.

Quadro 10 – Variáveis do risco e competitividade perante os níveis de governança corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição	Atributos
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo Mercado (0) Demais listagens de governança	Níveis de governança Corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição	Atributos
Independente (Explicativa)	Coefficiente Beta	Ano de 2012 a 2016	Nível de volatilidade do ativo perante o mercado	Risco não sistemático
	$IH = \sum_{i=1}^n (\text{marketshare})^2$	Ano de 2016	Grau de competitividade do setor	Competitividade de mercado
	Q de Tobin	Ano de 2016	Desempenho percebido pelos investidores	Sensibilidade de risco e retorno da empresa

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

A mensuração do coeficiente beta ou risco não sistemático foi realizada para cada ação do IBOVESPA, com um recorte temporal com variações mensais dos últimos 12 meses, coletado da ECONOMÁTICA®. Por outro lado, de acordo com a literatura, a competitividade de mercado também se caracteriza como mecanismo de governança corporativa, assim, o grau de competitividade e a participação de mercado podem influenciar os mecanismos de governança corporativa.

O Q de Tobin no sentido de desempenho das empresas percebido pelo investidor ocorre devido à percepção do atributo inerente ao risco e retorno do ativo. Porém, para analisar as variáveis de desempenho que não são diretamente influenciadas pelo preço das ações, o próximo tópico apresenta o construto referente ao desempenho econômico e financeiro das empresas.

3.3 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DIANTE DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O desempenho econômico e financeiro das empresas diante da governança corporativa é abordado de diferentes formas na literatura, como variável endógena ou exógena.

Assim, para cumprir com o terceiro objetivo específico desta pesquisa, que é verificar as chances de o desempenho econômico e financeiro ocorrer perante práticas de governança corporativa do Novo Mercado das empresas listadas na BM&FBOVESPA, no ano de 2016, o Quadro 11 descreve as variáveis dependentes e independentes dessa abordagem teórica.

Quadro 11 – Variáveis de desempenho econômico e financeiro das empresas perante os níveis de governança corporativa

Variáveis	Sigla	Período	Descrição	Atributo da qualidade da informação
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo Mercado (0) Demais listagens de governança	Níveis de governança Corporativa
Independentes	ROI	Ano de	Retorno sobre o	Variável de desempenho

Variáveis	Sigla	Período	Descrição	Atributo da qualidade da informação
(Explicativas)		2016	Investimento	
	ROA	Ano de 2016	Retorno Sobre o Ativo	Variável de desempenho
	ROS	Ano de 2016	Retorno Sobre as Vendas	Variável de desempenho
	DIV	Ano de 2016	Dividendos pagos	Variável de desempenho

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

As variáveis explicativas deste modelo possuem a finalidade de avaliar o desempenho independente da precificação das ações, ou seja, variável de desempenho interno. Assim, são variáveis que não são afetadas diretamente pela percepção de mercado. Embora, os investidores não afetam diretamente, os gestores gerenciam essas informações para atingirem seus objetivos e fazerem jus aos seus incentivos.

3.4 AMOSTRA DA PESQUISA

A amostra desta pesquisa abrange 56 empresas pertencentes ao Índice Bovespa no ano de 2017, pois é esse o indicador de desempenho médio dos ativos que possuem a maior liquidez no mercado, isto é, possuem maior negociabilidade e representatividade no mercado acionário do Brasil (BM&FBOVESPA, 2018). O quadro 12 relaciona a quantidade de empresas e seus ativos negociados no respectivo índice.

Quadro 12 – Ativos que compuseram o índice Bovespa em dezembro de 2017

Empresa	Ativo	Empresa	Ativo	Empresa	Ativo	Empresa	Ativo
Ambev S/A	ABEV3	CPFL Energia	CPFE3	Itaú Unibanco	ITUB4	RaiaDrogasil	RADL3
B3	BVMF3	Cyrela Realt	CYRE3	JBS	JBSS3	Rumo S.A.	RAIL3
BBSeguridade	BBSE3	Ecorodovias	ECOR3	Klabin S/A	KLBN11	Sabesp	SBSP3
BR Malls Par	BRML3	Eletróbrás	ELET3	Kroton	KROT3	Santander BR	SANB11
Bradesco	BBDC3	Eletróbrás	ELET6	Localiza	RENT3	Sid Nacional	CSNA3
Bradesco	BBDC4	Embraer	EMBR3	Lojas Americanas	LAME4	Smiles	SMLS3
Bradespar	BRAP4	Energias BR	ENBR3	Lojas Renner	LREN3	Suzano Papel	SUZB3
Brasil	BBAS3	Engie Brasil	EGIE3	Marfrig	MRFG3	Taesa	TAAE11
Braskem	BRKM5	Equatorial	EQTL3	MRV	MRVE3	Telef Brasil	VIVT4
BRF SA	BRFS3	Estacio Part	ESTC3	Multiplan	MULT3	Tim Part S/A	TIMP3
CCR SA	CCRO3	Fibria	FIBR3	Natura	NATU3	Ultrapar	UGPA3
Cemig	CMIG4	Gerdau	GGBR4	P.Acucar-Cbd	PCAR4	Usiminas	USIM5

Empresa	Ativo	Empresa	Ativo	Empresa	Ativo	Empresa	Ativo
Cielo	CIEL3	Gerdau Met	GOAU4	Petrobras	PETR3	Vale	VALE3
Copel	CPLE6	Hypermarcas	HYPE3	Petrobras	PETR4	Weg	WEGE3
Cosan	CSAN3	Itausa	ITSA4	Qualicorp	QUAL3		

Fonte: BMFBOVESPA (2017)

Contudo, dois ativos não obtiveram negociação no ano de 2016 e foram retirados da amostra. Além disso, para as empresas que possuíram dois ativos no índice foi calculado a média entre esses valores, com o intuito de manter a análise a nível de empresa e não de ativos.

Entretanto, os segmentos de governança corporativa no ano de 2016 estão distribuídos em 4 níveis diferentes. A Tabela 1 descreve a quantidade e os percentuais de ativos em cada índice.

Tabela 1
Segmentos de governança corporativa do IBOVESPA e variável dependente

Segmento	Quantidade	Percentual	Variável Binária	Percentual
Tradicional	7	11.86%	0	42.37%
Nível 1	15	25.42%		
Nível 2	3	5.08%		
Novo Mercado	34	57.63%	1	57.63%

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Justifica-se a escolha do Novo Mercado devido ao conjunto de práticas de governança corporativa ser as mais exigentes em relação aos demais níveis. Nota-se que apenas 42,37% das empresas listadas no IBOVESPA não possuem o maior conjunto de práticas de governança corporativa. Por outro lado, mais de 57% cumprem com as maiores exigências em relação às práticas, ou seja, estão listadas no conjunto de práticas de governança impostas pelo Novo Mercado.

Diante do exposto, para análise dos resultados foram utilizadas planilhas eletrônicas e o auxílio do software estatístico STATA®.

3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Nos aspectos que abarcam a limitação da pesquisa, destaca-se a fragilidade da variável Q de Tobin, no qual o custo de reposição dos ativos é composto apenas pelo ativo total das empresas. Fica relatado como fragilidade, devido aos ativos totais sofrerem com contas de

imobilizados realizados a custos históricos, portanto não representam o valor atual para reposição. E ainda, o ativo total também pode sofrer com o conservadorismo incondicional, assim deixa a variável mais distante do preço de reposição dos ativos das empresas.

Outra limitação refere-se ao cálculo do índice Herfindhal, pois foi calculado de acordo com a classificação dos subsetores econômicos do Sistema de Classificação Industrial da América do Norte (Scian). Apesar de mais detalhada que o subsetor econômico da BM&FBOVESPA, é possível expandir ainda mais essa classificação. Porém, a falta de todas as empresas que participam do setor e que não estavam listadas na BM&FBOVESPA fragilizou essa possibilidade, pois não foi possível obter esses dados por meio da coleta eleita. Dessa forma, foram consideradas apenas as empresas listadas na respectiva bolsa de valores.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente tópico apresenta os dados por meio de gráficos e tabelas com as medidas estatísticas descritivas, e a análise das estatísticas multivariadas, por meio das regressões logísticas, bem como a discussão dos resultados encontrados.

4.1 APRESENTAÇÃO DOS DADOS

As empresas listadas que compõe o índice de maior negociabilidade e representatividade do mercado brasileiro possuem níveis distintos de governança corporativa; 57,63% (34) dos ativos predominam no Novo Mercado. Contudo, as demais *dummies*, referente à métrica do conservadorismo condicional, retorno negativo e de gerenciamento de resultado, pequenas perdas e ganhos, estão distribuídas de formas mais desproporcional entre os níveis de governança. A Tabela 2 demonstra os somatórios e os percentuais da variável dependente (Novo Mercado) e a distribuição das duas variáveis *dummies* em relação à classe dos níveis de governança.

Tabela 2
Variável dependente e demais *Dummies*

Variáveis <i>Dummies</i>	Retornos (Conservadorismo)		Pequenas perdas/Ganhos (EM4)		Total de Empresas
	Retorno Negativo	Retorno Positivo	ROA $>\pm 0,01$	ROA $<\pm 0,01$	
Níveis de Governança					:
Demais Níveis	2 (3,39%)	23 (38,98%)	22 (37,29%)	3 (5,08%)	25 (42,37%)
Novo Mercado	5 (8,47%)	29 (49,15%)	30 (50,85%)	4 (6,78%)	34 (57,63%)
Total Geral	7 (11,86%)	52 (88,14%)	52 (88,14%)	7 (11,86%)	59 (100%)

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Para a variável *dummy* referente ao conservadorismo, o retorno negativo possui maior proporção no Novo Mercado, com 8,47% das empresas. Isso demonstra que as práticas do segmento não limitam as empresas de obterem prejuízos. Porém, a proporção de empresas do Novo Mercado que obtiveram retornos positivos também é maior nessa listagem.

Para a variável *dummy* da métrica de gerenciamento de resultado, pequenos ganhos e pequenas perdas, que é equivalente ao limite do retorno sobre o ativo entre -1% e 1%, também obteve maior proporção no Novo Mercado. Porém, a diferença foi de apenas uma empresa.

As estatísticas descritivas das variáveis quantitativas contínuas; lucro por ação (LPA), patrimônio líquido por ação, variação do lucro por ação (VLPA), variação do valor de

mercado (VVM) e o desvio padrão do lucro operacional dividido pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional, bem como o tamanho da empresa, que compõem o primeiro objetivo deste estudo, estão descritos na Tabela 3.

Tabela 3
Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas contínuas dos construtos do objetivo A

Estatísticas/Variáveis	LPA	PLA	VLPA	VVM	EM1	LOG (TAM)
Média	1,1434066	13,363523	0,1553388	0,5546766	1,2466334	7,5076706
Mediana	1,0363051	10,416762	-0,154409	0,417606	0,6508543	7,4516155
Moda	-	-	-	-	-	-
Desvio padrão	1,5181699	11,003646	3,9680394	0,6084874	1,8378817	0,6433496
Variância da amostra	2,3048399	121,08022	15,745337	0,3702569	3,3778091	0,4138987
Curtose	-0,327174	2,9039482	34,711736	1,9552198	12,89327	1,0515664
Assimetria	0,0004188	1,5354592	5,0032338	1,3371536	3,3449783	0,9998983
Mínimo	-1,813100	0,8984628	-9,851855	-0,468584	0,0777031	6,2848542
Máximo	4,4348986	54,317095	25,818703	2,3421713	10,492017	9,1540095
Soma	61,743954	721,63024	8,3882928	29,952539	67,318201	405,41421
Coefficiente de variação	132,77604	82,340905	2554,4426	109,70128	147,4276	8,56923
Kolmogorov-Smirnov (p valor)	0,9197	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,0114**

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

O desvio padrão das variáveis LPA, VLPA, VVM e EM1 apresentam valores superiores à média, isso ocorre porque são resultados de um coeficiente, que reflete a alternância dessas variáveis. O efeito disso, pode ser observado nos coeficientes de variação altos.

As medianas estão distribuídas mais à esquerda das médias. A moda, o número que mais se repete na amostra, não é observada pois são valores distintos nos 54 dados, caracterizando-se como amodal.

Ao observar as medidas de tendência referente à média e mediana, verifica-se que a amostra está assimétrica, pois a média deduzida da mediana é diferente de zero. As variáveis obtiveram essa dedução negativa, portanto, caracterizam-se como assimétrica à esquerda. Porém, um teste de normalidade pode analisar os dados com mais precisão nesse quesito.

Conforme o teste utilizado para verificar a normalidade dos dados, o teste de Kolmogorvo-Smirnov, que possui a hipótese nula de normalidade, apenas para a variável do lucro por ação (LPA) não rejeita a H0. Portanto, essa variável apresenta distribuição normal. Porém, todas as demais rejeitam a hipótese nula.

Embora o lucro por ação (LPA) tenha distribuição habitual, os construtos demonstram a necessidade de utilizar essa variável com as demais que não obtiveram normalidade. Essa distribuição pode ser notada pelos gráficos de *boxplots* na Figura 6.

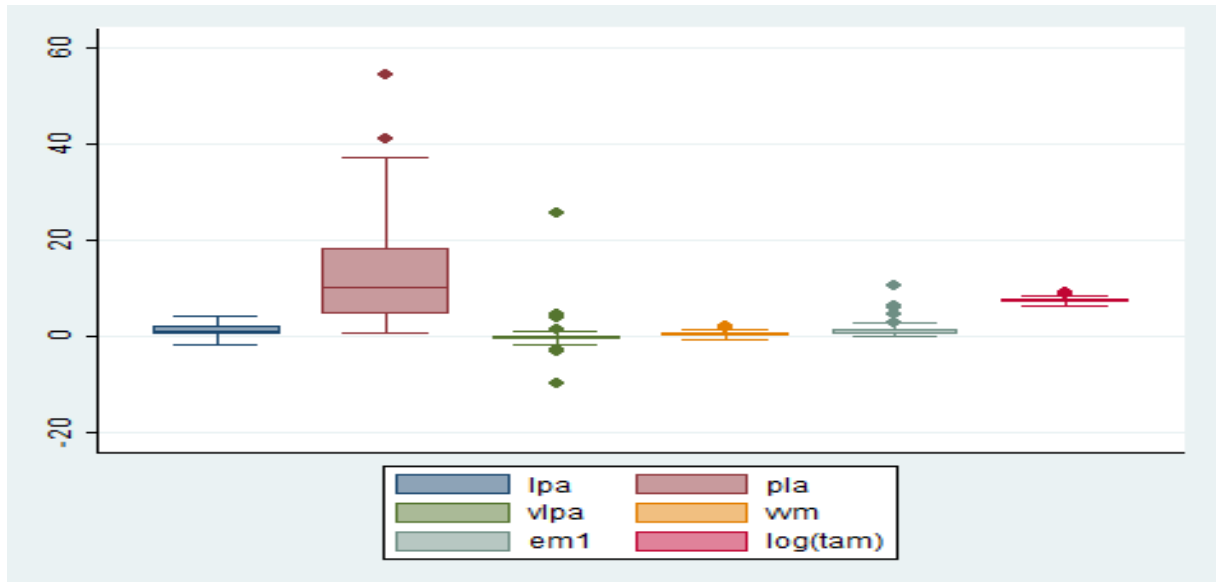


Figura 6. Gráfico de *boxplot* das variáveis quantitativas contínuas dos construtos do objetivo A.
Fonte: dados da pesquisa (2017).

Todas as variáveis que não apresentaram normalidade, isto é, foram assimétricas, possuem a presença de *outliers*. A variação do lucro por ação é a mais visível em quantidade, pois essa variável advém da razão de dois coeficientes e, por isso, apresenta valores negativos como *outliers*. Já as demais variáveis, apresentam apenas *outliers* positivos. Pela normalidade dos dados, o lucro por ação (LPA) não obteve nenhum valor acima dos limites superior e inferior.

As estatísticas descritivas, que compõem as variáveis quantitativas contínuas dos construtos do objetivo A, evidenciaram variação grande, o que por sua vez não é um problema ao modelo logístico. Assim, a Tabela 4 demonstra as estatísticas descritivas para as variáveis referentes ao coeficiente Beta, índice Herfindahl e Q de Tobin.

Tabela 4
Estatísticas descritivas das variáveis do construto do objetivo B

ESTATÍSTICAS/VARIÁVEIS	BETA	HERFINDAHL	QTOBIN
Média	0,9889699	0,4093965	39.473.037
Mediana	0,7626358	0,3043725	18.832.439
Moda	-	0,0540542	-
Desvio padrão	0,9710055	0,3242402	57.424.507
Variância da amostra	0,9428517	0,1051317	3,298E+15
Curtose	2,8443146	-0,5097464	5,2569537

ESTATÍSTICAS/VARIÁVEIS	BETA	HERFINDAHL	QTOBIN
Assimetria	1,3310077	0,8646161	2,4241088
Mínimo	-1,0814932	0,0540542	2.228.306,8
Máximo	4,3556797	1	250.101.217
Soma	53,404376	22,107408	2,132E+09
Coefficiente de variação	98,183521	79,199552	145,4778
Kolmogorov-Smirnov (p valor)	0,000**	0,038**	0,000***

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Os valores médios do coeficiente Beta são próximos à variação do mercado, ou seja, está próximo a 1. Esse fato, também pode ser atribuído à representatividade e negociabilidade do Índice Bovespa. Já o índice de competitividade do setor, Herfindahl, demonstrou que em média as empresas estão em setores altamente concentrados. A variável Q de Tobin manteve-se em média 39.473.037, porém, obteve também uma alternância muito alta.

Tanto o coeficiente Beta quanto o Q de Tobin são variáveis amodais, pois nenhum dos valores se repetem na amostra. Já os desvios padrões, aproximam-se muito da média, assim, o coeficiente de variação demonstra-se alto para todas as variáveis.

De acordo com o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov, que possui a hipótese nula de normalidade, as três variáveis que compõe o construto do objetivo B não apresentam distribuições assimétricas. Conforme o *p-valor*, obtido ao nível de 5%, todas as variáveis rejeitaram a hipótese de normalidade dos dados.

A Figura 7 demonstra os gráficos de *boxplots* das variáveis referente ao coeficiente Beta, índice Herfindahl e Q de Tobin, que compõe o construto do objetivo B deste estudo.

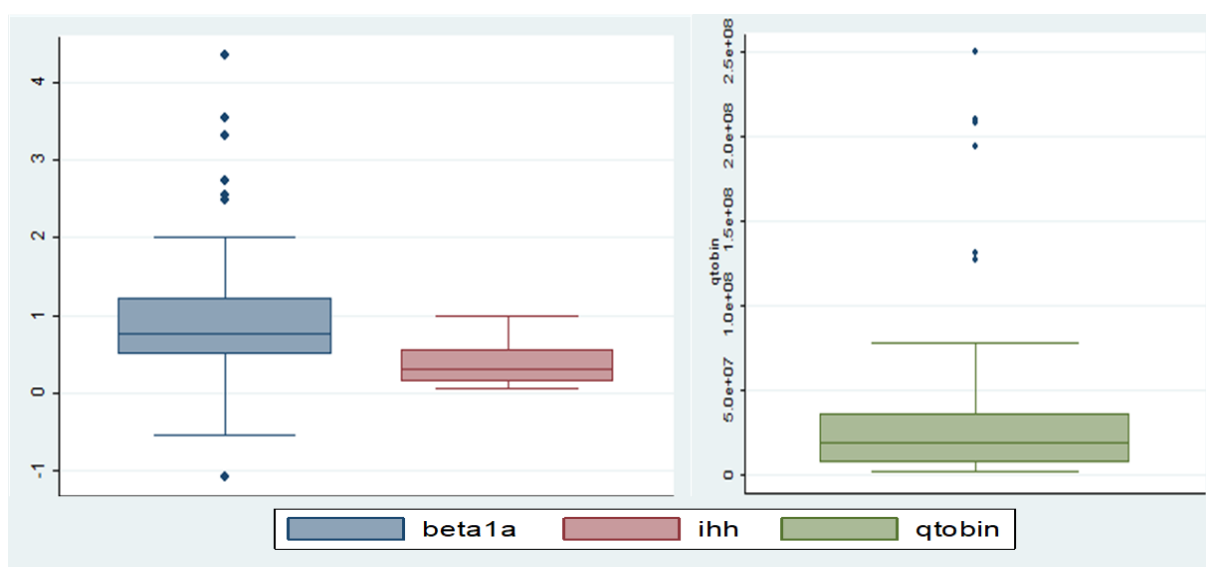


Figura 7. Gráfico de *boxplot* das variáveis do construto do objetivo B.

Fonte: dados da pesquisa (2017).

O coeficiente Beta obteve valores *outliers* positivos e negativos, pois em sua métrica a obtenção de valores negativos, ou ativos que caminham de forma inversa ao mercado é possível. Já o índice de competitividade do setor, Herfindahl, não apresentou *outliers*, atribui esse fato a amplitude do índice, que pode chegar próximo de 0 até 1. Já o Q de Tobin, também apresenta valores *outliers*, porém são empresas que demonstram acima do intervalo superior.

A Tabela 5 demonstra as estatísticas descritivas das variáveis que compõe o construto do objetivo C, retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o investimento (ROI), retorno sobre as vendas (ROS) e dividendos pagos (DIV).

Tabela 5
Estatísticas descritivas das variáveis do construto do objetivo C

Estatísticas/Variáveis	ROA	ROI	ROS	DIV (R\$ milhares)
Média	0,0477994	0,1122245	0,1402445	-1.188.905
Mediana	0,038584	0,1168901	0,081366	-408229,5
Moda	-	-	0	0
Desvio padrão	0,0731912	0,2797421	0,2772698	1978496,9
Variância da amostra	0,0053569	0,0782557	0,0768786	3,91E+12
Curtose	4,6609587	8,2964713	21,601518	9,7814962
Assimetria	1,2884164	-0,6410835	3,9255455	-2,9252852
Mínimo	-0,1460794	-1,0558827	-0,3409768	-1,03E+07
Máximo	0,320025	1,1236484	1,7518669	0
Soma	2,5811684	6,0601246	7,5732039	-6,42E+07
Coefficiente de variação	1,5312152	2,4927003	1,9770459	-1,6641336
Kolmogorov-Smirnov (p valor)	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Em média o retorno sobre o ativo das empresas do índice Bovespa é próximo a 4,7% ao ano. Já o retorno sobre o investimento é próximo a 11% ao ano, muito próximo ao retorno sobre as vendas, que se estabeleceu em 14% ao ano. Os dividendos pagos foram atribuídos todos com valores negativos, em média, as empresas pagaram R\$ 1.188.905.000 no ano de 2016.

Em relação aos demais construtos dos objetivos a e b, a variância e o desvio padrão das variáveis do construto do objetivo C também foram altos. Pois, todos os valores foram acima de 1, ou 100%.

Em relação à moda e a média, pode-se notar a assimetria dos dados, pois a dedução da média pelo valor da mediana é diferente de zero. Isso é confirmado pelo teste de Kolmogorov-Smirnov, ao nível de significância de 1% que todas as variáveis rejeitam a hipótese nula de normalidade dos dados. Contudo, de acordo com Hair Jr., Anderson, Tatham

e Black (2005), os modelos de regressão logística não requerem a suposição de normalidade e é muito mais robusta quando esse pressuposto não é satisfeito.

A Figura 8 demonstra os gráficos de *boxplot's* referente às variáveis do grupo C, retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o investimento (ROI), retorno sobre as vendas (ROS) e dividendos pagos (DIV).

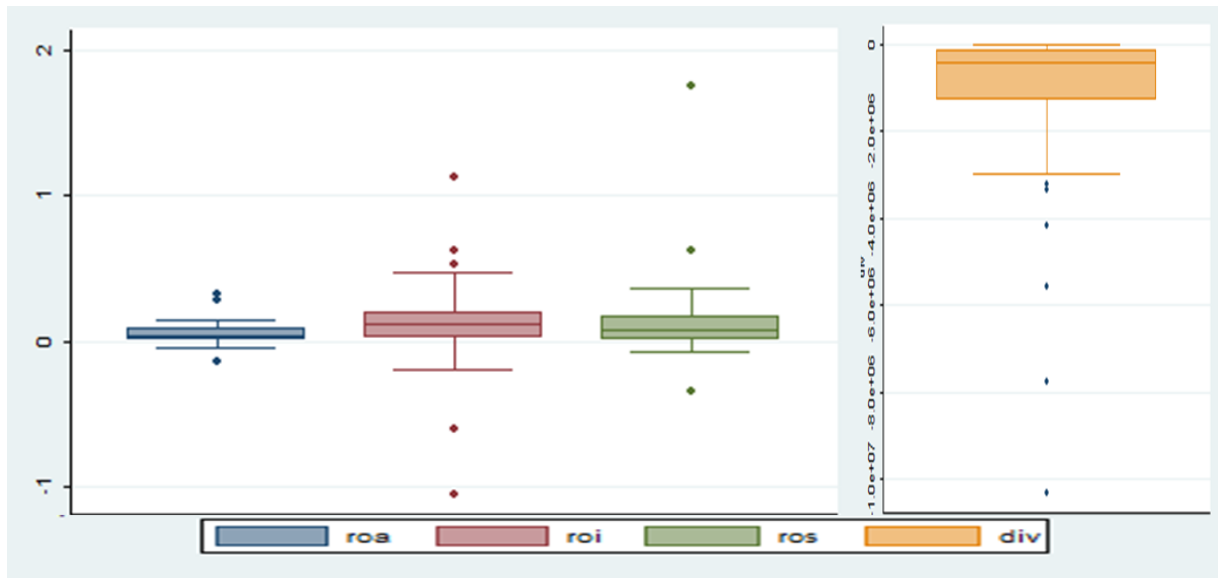


Figura 8. Gráfico de *boxplot* das variáveis do construto do objetivo C
Fonte: dados da pesquisa (2017).

Verifica-se pelos valores acima dos limites superior e inferior, que todas as variáveis possuem valores *outliers*. Sendo que as variáveis de rentabilidade com denominador comum do lucro líquido obtiveram valores negativos e positivos. Já os dividendos pagos, por estarem em escala negativa, todos os valores pagos *outliers* foram menores que o limite inferior. A partir dessa apresentação descritiva dos dados, o próximo tópico demonstra a análise dos modelos estimados para cada um dos construtos dos objetivos propostos neste estudo.

4.2 ANÁLISE DOS MODELOS ESTIMADOS

Nos próximos tópicos foram abordados os modelos logísticos estimados de acordo com os construtos evidenciados para as métricas da qualidade da informação contábil, risco e competitividade e desempenho econômico financeiro das empresas. Com o intuito de demonstrar as chances de os gestores aderirem, manterem ou desistirem de estarem listados no nível mais elevado de governança do mercado brasileiro, o Novo Mercado.

4.2.1 Relevância perante a governança corporativa

A relevância da informação contábil está associada ao valor previsto das ações, assim sendo, a informação somente será relevante se tiver o poder preditivo (Barth, Beaver & Landsman, 2001). O objetivo teórico proposto por Ohlson (1995) engloba o conteúdo informacional do lucro líquido por ação (LPA) e do patrimônio líquido por ação (PLA). O primeiro modelo estimado demonstra as chances de ocorrer os conjuntos de práticas do Novo Mercado por meio das variáveis de relevância da informação contábil. A Tabela 6 descreve o modelo logístico para relevância perante a governança corporativa.

Tabela 6
Construto de relevância da informação contábil perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
LPA	1.8744915	0,1510	.06527	2.31	0,021**	0,023124	0,278959
PLA	0.9100331	-0,0226	.00933	-2.43	0,015**	-0,040943	-0,004365
Constante	2.560934				0,063*		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

De acordo com os resultados encontrados, o pseudo-R² demonstra que 14,19% das variações são explicadas por este modelo. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, demonstra que ao menos uma das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância. Em conformidade, as variáveis do modelo também se demonstraram estatisticamente significante no Teste Z, sendo que o lucro por ação (LPA) é estatisticamente significante a 5% e o patrimônio líquido por ação (PLA) a 1%.

Conforme a razão de chances (*odds ratio*) evidenciado no modelo estimado, a variação de uma unidade no lucro por ação (LPA) aumenta em 87% (1,87-1) as chances de ocorrer empresas com as práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado em relação aos demais níveis de governança. Mediante o efeito marginal, o aumento de uma unidade do LPA aumenta a probabilidade de ocorrer práticas de governança corporativa em 15,10% em relação às empresas que possuem as demais práticas. Contudo, o intervalo de confiança demonstra que pode estar entre 2,31% a 27,89%.

Quanto ao patrimônio líquido por ação (PLA), o aumento de uma unidade a mais diminui as chances de ocorrer empresas com o conjunto de práticas do Novo Mercado, pois são 0,09 vezes menores (0,91-1). Em decorrência do efeito marginal, a probabilidade diminui em -2,26% a probabilidade de ocorrer empresas com o conjunto de práticas do Novo

Mercado. O intervalo de confiança demonstra que a probabilidade pode variar entre -4,09% a -4,36%.

Diante dos resultados encontrados, o mais exigente conjunto de governança corporativa das empresas de maior negociabilidade e representatividade podem ser determinados pelas características do conteúdo informacional do lucro por ação (LPA) e patrimônio líquido por ação (PLA).

Os resultados encontrados por Habib e Azim (2008) demonstraram que uma estrutura de governança forte, aumenta a relevância da informação contábil. Embora o ambiente do estudo seja realizado na Austrália, as implicações teóricas relatam que as reformas de governança ganham credibilidade dos reguladores por garantir informações confiáveis.

Uma das implicações teóricas dos resultados deste estudo refere-se à tomada de decisão das empresas em se submeter, manter ou deixar determinado conjunto de prática de governança corporativa. Essa implicação ocorre devido à probabilidade das práticas de governança ser prevista pela relevância da informação contábil obtida no período anterior, evidenciando o efeito endógeno presente em muitos estudos.

Até mesmo a sensibilidade dos investidores nos períodos de crise, conforme destacado Morris, Pham e Gray (2011), que é elevada em prol das práticas de governança, também podem ser confrontadas, pois os períodos de crises afetam a relevância da informação contábil. Por consequência, os gestores podem tomar as decisões sobre as práticas de governança corporativa que reflipam a relevância das suas informações.

Além disso, os achados de Ntim, Opong e Danbolt (2012) evidenciaram que as políticas de divulgações, exigidas pelas boas práticas da governança corporativa e da relevância das informações, também detêm o efeito sobre o valor da empresa. Porém, se as práticas de governanças forem previstas de acordo com as características das empresas, as empresas que divulgam informações exigidas pelas boas práticas só o fizeram devido aos seus desempenhos anteriores.

Entretanto, os resultados confrontados pela predição da governança podem estar relacionados à complementariedade encontrada pelo estudo de Du *et al.* (2014). Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa podem não estar somente restritos ao valor da empresa, mas também, sobre as demais características, como por exemplo, as suas políticas de divulgação de ganhos nos seus relatórios financeiros.

Todavia, para analisar o poder discriminante do modelo é necessário verificar a classificação prevista *versus* a observada. A Figura 9 demonstra o gráfico da curva ROC (Receiver Operating Characteristic).

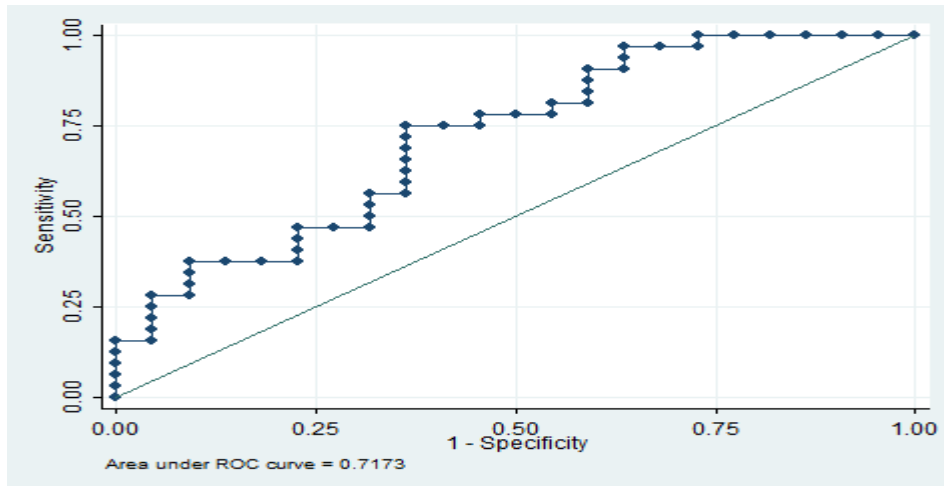


Figura 9. Curva ROC do construto de relevância perante a governança corporativa
Fonte: dados da pesquisa (2017).

De acordo com a área de corte igual a 0,5 e, também, com a área abaixo da curva que foi calculada, de 0,7173, o modelo possui discriminação aceitável (Fávero *et al.*, 2009). No próximo tópico estão descritos os resultados sobre o construto de tempestividade da informação contábil perante a governança corporativa.

4.2.3 Tempestividade perante a governança corporativa

Além de obter informações relevantes, com finalidade de predição, é necessária que as informações estejam atualizadas e relacionadas com os períodos anteriores. Isso ocorre pela necessidade dos *stakeholders* obterem informações atualizadas para tomadas de decisão. Por isso, as informações contábeis e a publicação devem ser disponibilizadas o mais rápido possível (Zeghal, 1984).

Diante disso, para verificar se a governança corporativa pode ser determinada pelas informações tempestivas; neste construto são estimados os coeficientes para o Lucro por Ação e para a Variação do Lucro por Ação com a finalidade de explicar a ocorrência do conjunto de práticas referente ao Novo Mercado.

Tabela 7
Construto de tempestividade da informação contábil perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	I. C. Inferior	I. C. Superior
LPA	1,215866	0,04649	0,05233	0,89	0,274	-0,056073	0,149053
VLPA	1,22196	0,04768	0,05191	0,92	0,358	-0,05406	0,149419
Constante	1,21358				0,624		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Os resultados demonstraram que apenas 5,84% das variações na governança corporativa são explicados por essas variáveis, pois este é o percentual do coeficiente de determinação encontrado. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, demonstra que as variáveis do modelo são estatisticamente iguais a zero.

Nota-se também a conformidade com o Teste Z, que em nenhuma das variáveis se rejeita a hipótese nula, isto é, tanto o lucro por ação (LPA) e a variação do lucro por ação (VLPA) são estatisticamente iguais a zero. Portanto, para essa amostra não é possível afirmar que o construto referente à tempestividade da informação contábil pode prever as práticas de governança corporativa.

Esse fato também pode estar limitado devido a uma série *cross section*, pois uma série temporal ou painel poderia relacionar mais períodos anteriores.

Os resultados evidenciados neste estudo podem estar atribuídos ao fato de que os valores encontrados na tempestividade variam tanto positivamente (Dalmácio & Rezende, 2008) quanto inversamente (Bushman *et al.*, 2000, Abdelsalam & Street, 2007). Além disso, pouco se sabe sobre o efeito de conjuntos de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado fora do território brasileiro.

Neste caso, o modelo não é adequado para explicar governança, nota-se o poder de discriminação do modelo, na Figura 10.

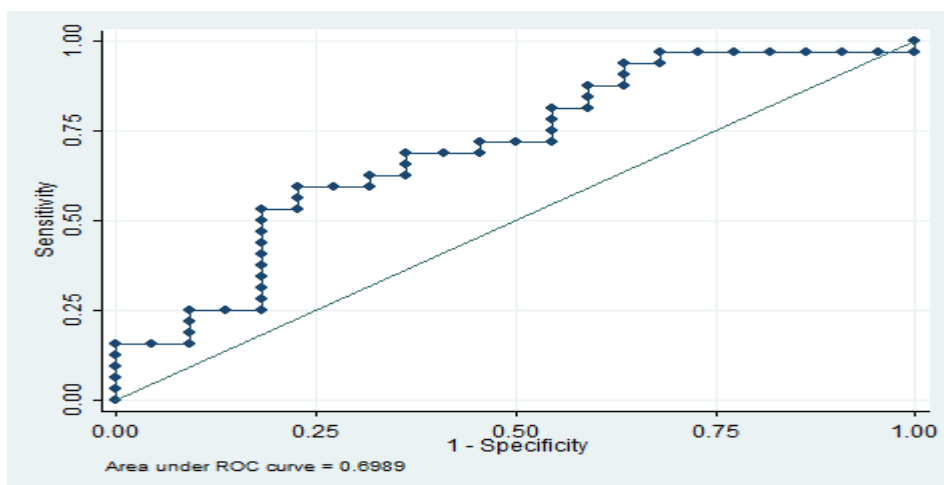


Figura 10. Curva ROC do construto de tempestividade perante a governança corporativa
Fonte: dados da pesquisa (2017).

Com o ponto de corte equivalente a 0,50, a área abaixo da curva é equivalente a 0,6989, assim, o modelo possui um baixo poder discriminante. No próximo tópico estão descritos os resultados sobre o construto do conservadorismo condicional perante a governança corporativa.

4.2.4 Conservadorismo perante a governança corporativa

O conservadorismo condicional trouxe uma nova visão nas pesquisas contábeis pelo fato da proporção que as “boas notícias” e “más notícias”, impactaram no retorno da empresa. De acordo com Basu (1997), a sensibilidade aos retornos negativos pode ser de duas a seis vezes maiores que os retornos positivos.

Diante disso, para verificar se os retornos positivos e negativos podem determinar a ocorrência de governança corporativa, a Tabela 8 demonstra o construto que perfaz o conservadorismo, retornos negativos (Rneg) e a variação do valor de mercado (VVM), bem como a interação entre ambas (Rneg x VVM).

Tabela 8
Construto do conservadorismo condicional perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
Rneg	4,797394	0,3663983	0,27424	0,182	0,182	-0,17099	0,903896
VVM	0,0380792	-0,8000499	1,43802	-0,578	0,578	-3,61852	2,01842
Rneg x VVM	1,934468	0,1615314	1,46073	0,912	0,912	-2,70144	3,0245
Constante	1,427499				0,774		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Os resultados encontrados demonstram pelo pseudo-R², que 18,83% das variações são explicadas pelas variáveis deste modelo. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, demonstra que ao menos umas das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância. Entretanto, pelo *p valor* encontrado do efeito marginal, nenhuma das variáveis são estatisticamente significantes ao nível de 10%.

Assim, para obter um modelo mais parcimonioso, optou-se por retirar a interação do conservadorismo, pois é a variável que obteve menor Z e com o maior *p valor* (Hair Jr *et al.*, 2005).

Com a retirada da interação o r² do modelo se estabeleceu em 18,81%, sendo que o teste de razão de verossimilhança demonstra que ao menos uma das variáveis é estatisticamente diferente de zero.

A Tabela 9 demonstra o modelo estimado para o construto do conservadorismo sem a interação.

Tabela 9
Construto do conservadorismo condicional perante a governança corporativa sem a interação

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
Rneg	4,38848	0,3484996	0,23246	1,50	0,134	-0,107118	0,804117
VVM	0,0722389	-0,6437292	0,25389	-2,54	0,011**	-1,14135	-0,14611
Constante	1,577573				0,644		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Os retornos negativos não obtiveram coeficiente estatisticamente significativo. Já a variação do valor de mercado demonstra que as chances de ocorrer a governança corporativa em -0,93 (0,0722389-1) são menores. O efeito marginal confirma que diminui em aproximadamente 64,37% a probabilidade de ocorrer governança corporativa equivalente ao Novo Mercado em relação aos demais níveis.

Embora o conservadorismo seja uma variável atribuída às demais características das empresas, como por exemplo, a suavização de ganhos e dividendos (Gassen et al., 2006), custo do capital social, Lara *et al.* (2011), bem como sensibilidade ao resultado contábil (Hsu *et al.*, 2012), o conservadorismo também é atribuído à governança corporativa, Beekes, Pope e Young (2004).

Contudo, o mecanismo de governança corporativa referente à composição do conselho foi evidenciado por Beekes, Pope e Young (2004) como fator preponderante para qualidade dos lucros reportados e, ainda, com os retornos negativos reportados de forma tempestiva, isto é, este mecanismo de governança determina a tempestividade das “más notícias”.

Porém, neste estudo o contrário também se demonstrou válido, pois a variação do valor de mercado, que caracteriza os retornos positivos, isto é, as “boas notícias” diminui a probabilidade de as empresas possuírem o conjunto de práticas mais exigente do mercado de capitais brasileiro.

Sugere-se então que pode haver um equilíbrio entre a necessidade de um conjunto de práticas por meios dos resultados alcançados. Caso os resultados sejam “más notícias”, obter ou manter-se no mais alto nível de governança é um reflexo da gestão.

Caso os resultados sejam “boas notícias” pode haver um relaxamento das práticas, pois os investidores estão de acordo com os resultados obtidos pelos gestores. Relaxar as práticas diminui os custos e, por consequência, aumenta os resultados por corte de custos. O poder discriminante deste modelo está representado pela Figura 11.

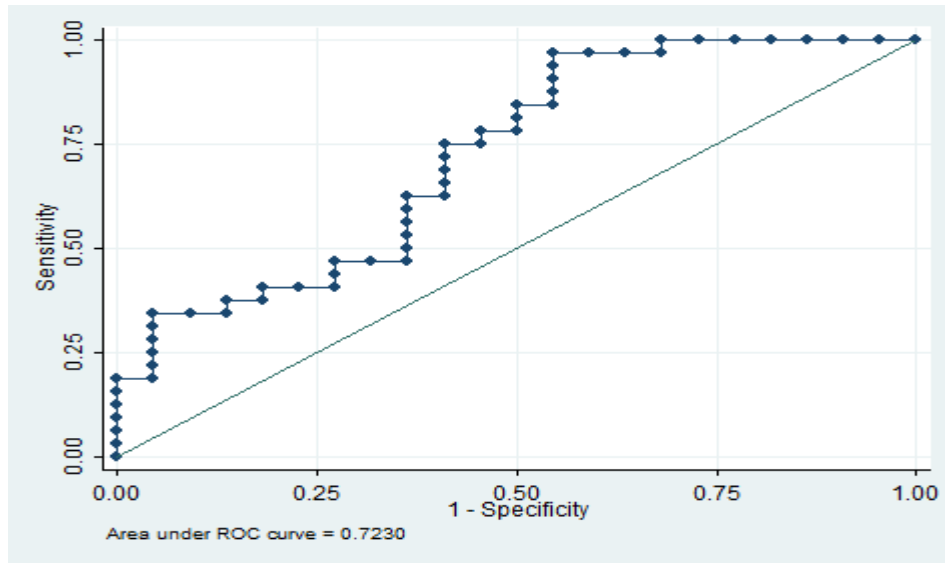


Figura 11. Curva ROC do construto de conservadorismo perante a governança corporativa
 Fonte: dados da pesquisa (2017).

A área sobre a curva demonstra que o poder discriminante do modelo é razoavelmente aceitável, pois é equivalente a 0,7230. O próximo tópico demonstra o construto de gerenciamento de resultado, elaborado para determinar as práticas de governança corporativa.

4.2.5 Gerenciamento de resultado perante a governança corporativa

Na literatura não está delimitado apenas um conceito para o termo gerenciamento de resultados (Alzoubi & Selamat, 2012), entre as definições que são mais utilizadas está o julgamento dos gestores sobre o relatório financeiro para alterá-los, com intuito de influenciar os resultados contratuais que possam depender das informações relatadas (Healy & Wahlen, 1999).

Para os construtos de gerenciamento de resultado, com as métricas proposta por Leuz, *et al.* (2003), EM1 e EM4 foram separadas em regressões logísticas diferentes e adicionado a variável tamanho da empresa “log(tam)” para controle; já a consistência econômica destas variáveis para explicar a sensibilidade dos riscos e retornos das empresas (Fama & French, 1995). No tópico a seguir está descrita a métrica referente à suavização dos ganhos.

4.2.5.1 Suavização dos ganhos perante a governança corporativa

A suavização dos resultados ocorre pelas mudanças no desempenho econômico e financeiro das empresas, isto é, ocorre por meio da variabilidade dos ganhos reportados.

Assim, o quociente da divisão entre o desvio padrão do lucro operacional e o desvio padrão do fluxo de caixa operacional, indica a suavização. Quanto menor o coeficiente maior é a prática de suavização. Diante dessas características, os resultados referentes ao construto da primeira métrica de gerenciamento de resultado estão descritos na Tabela 10.

Tabela 10
Construto de suavização de resultado perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
EM1	16,24695	0,6757868	1,19832	0,56	0,573	-1,67288	3,02445
Log(Tam)	0,2114105	-0,3766776	0,1994	-1,89	0,059**	-0,767488	0,014133
EM1 x Log(Tam)	0,6671694	-0,0991018	0,16438	-0,60	0,551	-0,420281	0,224077
Constante	230762.5				0,046**		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

O coeficiente de determinação, pseudo-R², demonstra que 20,19% das variações são explicadas pelo modelo. Já o teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, demonstra que ao menos uma das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância. No entanto, apenas a variável referente ao tamanho da empresa demonstrou-se estatisticamente significativa.

Assim, para obter um modelo mais parcimonioso, optou-se por retirar a interação entre o tamanho da empresa e a variação de suavização de resultado EM1. A Tabela 11 demonstra o construto de suavização sem a interação.

Tabela 11
Construto de suavização de resultado perante a governança corporativa sem interação

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
EM1	0,8371759	-0,0427166	0,04129	-1,03	0,301	-0,123643	0,038209
Log(Tam)	0,1446524	-0,464728	0,1679	-2,77	0,006***	-0,793799	-0,135626
Constante	3741488				0,003***		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

A métrica de gerenciamento de resultados referente à suavização de ganhos (EM1) não determina as chances de ocorrerem práticas de governança corporativa. Portanto, para essa amostra não é possível afirmar o quanto essa característica de gestão pode influenciar a tomada de decisão de adentrar, manter-se ou sair do nível mais exigente de governança corporativa.

Porém, a consistência teórica do tamanho da empresa também pode prever a ocorrência das práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado. A razão de chances (*odds ratio*) obtida demonstra que quanto maior o tamanho da empresa as chances de ocorrerem práticas do Novo Mercado é de aproximadamente 86% (0,1446524-1) menor em relação aos demais níveis de governança corporativa. O efeito marginal demonstra que a probabilidade diminui em 46,47%, porém, pode diminuir em até 79,37% conforme o intervalo de confiança inferior.

Estudos anteriores demonstram que alguns mecanismos de governança corporativa, como por exemplo, auditoria (Lin & Hwang, 2010), diminuem a prática de governança corporativa. Porém, com relação à suavização de resultados demonstrou-se conformidade com o estudo de Sirat (2012), pois as práticas de governança não obtiveram significância.

Logo, esses dados sugerem que a prática de suavização de resultados não é um fator determinante para as empresas tomarem a decisão de adquirir as práticas mais exigentes de governança corporativas. Assim, pode-se concluir que a suavização de resultado é de interesse do investidor, pois diminui os riscos da empresa ao diminuir a volatilidade dos lucros.

Porém, empresas já consolidada em relação ao tamanho, demonstraram menores chances de obter os conjuntos mais exigentes de governança, com isso, relaciona-se esses resultados com os achados de Sirat (2012), pois o tamanho das empresas também influencia as práticas de gerenciamento de resultado. Pode-se atribuir esses resultados à confiança do investidor em empresas que já estão mais sólidas no mercado, e o efeito de novas práticas de governança não se torna um diferencial que aumenta o valor da empresa. O poder discriminante do modelo está descrito na Figura 12.

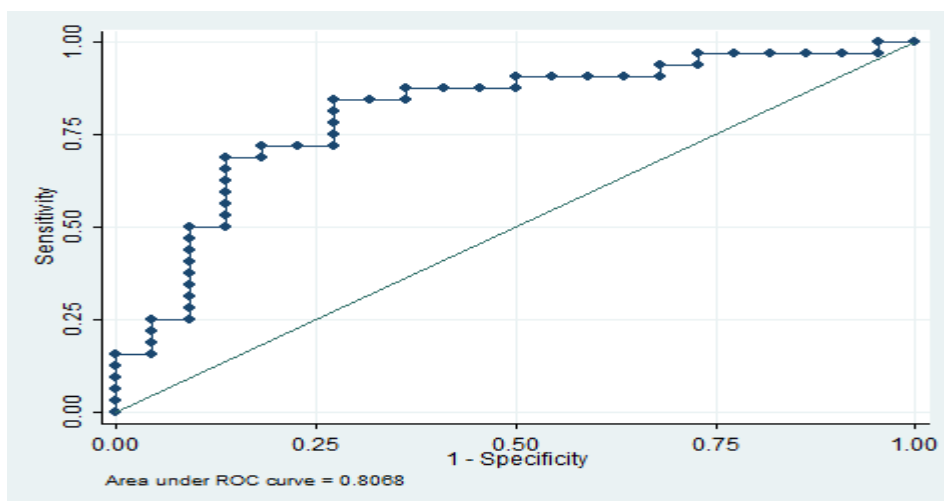


Figura 12. Curva ROC do construto de suavização de ganhos perante a governança corporativa
Fonte: dados da pesquisa (2017).

O poder discriminante do construto de suavização de ganhos (EM1) é excelente, pois a área debaixo da curva é equivalente a 0,8068. Ressalta-se, que isso acontece devido à consistência teórica do tamanho da empresa. O próximo tópico demonstra o construto de gerenciamento de resultado referente a pequenos ganhos e pequenas perdas (EM4), elaborado para determinar as práticas de governança corporativa.

4.5.4.2 Discricionariedade dos ganhos perante a governança corporativa

A métrica referente à discricionariedade dos ganhos reportados (EM4) refere-se aos incentivos que os gestores possuem para evitar perdas de qualquer magnitude. Contudo, a discricionariedade é limitada, pois não é possível reportar lucros quando os prejuízos são grandes. Dessa forma, os gestores estão mais propensos a gerenciar os limites discricionários quando se tem pequenas perdas ou pequenos lucros (Leuz et al.,2003).

Diante do exposto, a Tabela 12 demonstra os resultados obtidos do construto pertinente à discricionariedade dos ganhos para determinar as práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado.

Tabela 12
Construto de discricionariedade dos ganhos perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
EM4	1,51329	-0,0962741	0,23958	0,04	0,688	-0,373288	0,565836
Log(Tam)	0,0310976	-0,8371276	0,27718	-3,02	0,003***	-1,3804	-0,293856
EM4 x Log(Tam)	1	1,20e-09	0,000	2,01	0,045**	-2,7e-11	2,4e-09
Constante	2,31e+11				0,002***		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

O pseudo-R² demonstra que 27,52% das variações são explicadas pelo modelo. Já o teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, também demonstra que ao menos uma das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância.

Como se verifica pelo Z obtido e pelos p valores, neste modelo apenas a métrica EM4 não foi estatisticamente diferentes de zero, ao nível de significância equivalente a 1%. Para obter um modelo mais parcimonioso, optou-se por retirar a variável que obteve maior Z. A Tabela 13 demonstra o construto de suavização com duas variáveis.

Tabela 13
Construto de discricionariiedade dos ganhos perante a governança corporativa sem EM4

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
Log(Tam)	0,0340845	-0,8126711	0,26451	-3,01	0,002***	-1,33111	-0,294234
EM4 x Log(Tam)	1	1,20e-09	0,000	2,01	0,032**	2,4e-09	4.4e+07
Constante	1,23e+11				0,002***		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Em harmonia com o modelo anterior, o tamanho da empresa demonstra que quanto maiores as empresas, menores as chances de ocorrerem práticas de governança corporativa menores, visto que a razão de chances (*odds ratio*) encontradas demonstram-se menores em 96,59% (0,0340845-1). Assim, o efeito marginal demonstra que a probabilidade diminui em 81,27%.

No entanto, a interação entre o limite de discricionariiedade (EM4) e o tamanho da empresa tornam as práticas de governança corporativa mais evidentes. Embora, a razão de chances (*odds ratio*) foi estatisticamente significativa, a probabilidade de ocorrer governança corporativa é próxima a 1, quando o tamanho da empresa aumenta e quando a empresa apresenta pequenos ganhos ou perdas as chances se alteram. O efeito marginal demonstra que a probabilidade de ocorrerem as práticas equivalentes ao Novo Mercado é 0,00000012% maiores, em relação as demais práticas.

Os resultados encontrados sinalizam que estar com baixo desempenho, dentro do limite discricionário, não alteram as chances de ocorrer empresas com práticas de governança corporativa mais exigentes.

O que diverge com o estudo de Alzoubi e Selamat (2012), no qual se demonstrou que alguns mecanismos, como comissões de auditorias, tendem a limitar as práticas de governança, bem como o conhecimento dos diretores, que compõe o conselho de administração para fiscalizar os gestores, podem diminuir as práticas de gerenciamento de resultado.

De acordo com os estudos de Sirat (2012), referente ao tamanho da empresa, pois mesmo que o tamanho da empresa influencie as práticas de gerenciamento de resultado, também, diminui a probabilidade de ocorrerem práticas de governança corporativa.

Porém, a interação entre o tamanho da empresa e o limite discricionário referente a pequenos ganho e perdas, demonstra o inverso. Visto que quanto maior a empresa, dentro do limite discricionário, o aumento da probabilidade de ocorrer governança corporativa é quase

igual a zero. Esse fato pode ser atribuído pelo aumento do conflito de interesses entre principal e agente(s) para restaurarem o desempenho e crescimento da empresa.

Diante desses resultados a Figura 13 demonstra o poder discriminante do modelo de discricionariedade dos ganhos.

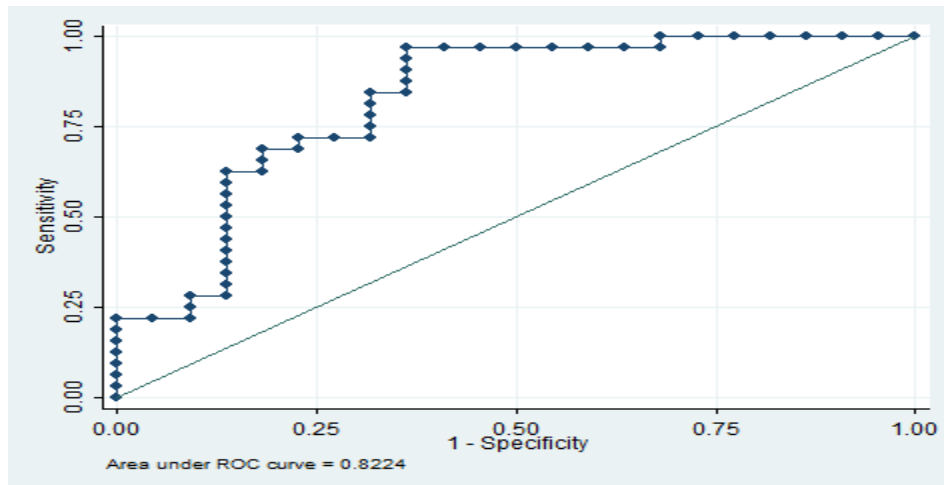


Figura 13. Curva ROC do construto de discricionariedade dos ganhos perante a governança corporativa
Fonte: dados da pesquisa (2017).

De acordo com os sinais positivos e negativos, sensibilidade e especificidade, a área sobre a curva é equivalente a 0,8224. Portanto, o poder discriminante do modelo estimado é excelente. O próximo tópico demonstra o construto referente ao Risco e Competitividade para determinar as práticas de governança corporativa, que compõem o segundo objetivo deste estudo.

4.2.6 Risco e Competitividade Perante a Governança Corporativa

Os efeitos da competitividade de mercado são ambíguos, pois de um lado a concorrência crescente diminui os lucros da empresa e, por consequência, diminui os incentivos para exercer esforços naquele mercado, mas, por outro lado, também reduzem os custos de agência (Griffith, 2001). Outro modelo atrativo para mensurar o risco é o modelo de precificação de ativos (Rossi, 2016) e o Q de Tobin por ser uma medida de risco e retorno percebida pelo investidor.

Dessa forma, a Tabela 14 demonstra os resultados obtidos do construto referente a risco e competitividade para determinar as práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado.

Tabela 14
Construto de risco e competitividade perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
Beta	0,237137	-,3496121	0,13543	-2,58	0,01**	-0,6615052	-0,084173
IHH	27,40693	0,8043105	0,41416	1,94	0,052*	0,007427	1.61605
Qtobin	1	-9,42e-09	0,00000	-2,14	0,032**	-1,8e-08	-8,0e-10
Constante	6,93955				0,021**		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Para o modelo de risco e competitividade, o pseudo-R² é equivalente a 40,73% das variações. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, também demonstra que ao menos uma das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância.

O coeficiente Beta demonstrou que a variação positiva de uma unidade na volatilidade da empresa diminui as chances de ocorrerem as práticas de governança corporativas equivalente ao Novo Mercado. Visto que a razão de chances demonstra que as chances diminuem em -76,2863% (0,237137-1). Não obstante, o efeito marginal demonstra que a probabilidade de existir empresas com práticas de governança corporativas equivalente ao Novo Mercado diminui em 34,96%.

Os achados dos estudos anteriores contrapõem o risco não sistemático ao desempenho e, por consequência, as práticas de governança corporativa. Pois, ambientes com proteção aos direitos dos acionistas “fracos” tendem a obter desempenho baixo (Gompers, Ishii & Metrick, 2003) e com isso o desempenho operacional também é insuficiente (Core, Guay & Rusticus, 2006).

Além disso, conforme a teoria da agência existe a relação entre desempenho e governança corporativa, porém, a governança corporativa possui mecanismos avessos ao risco, o que impacta no desempenho das empresas (Michelberger, 2016).

Os resultados desse estudo sobre o risco estão em harmonia com esses achados anteriores, pois aponta que o risco não sistemático diminui as chances de as empresas obterem o conjunto de práticas de governança corporativa mais elevada. De forma inversa, a competitividade de mercado demonstra que quanto mais concentrado for o mercado, isto é, menor a concorrência, maiores serão as chances de ocorrerem práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado.

O coeficiente referente à razão de chance do índice Herfindahl demonstra que a variação de uma unidade na concentração do setor aumenta as chances de ocorrer o conjunto

de governança do Novo Mercado em aproximadamente 26 vezes. O efeito marginal descreve que esse fato aumenta a probabilidade de ocorrer em 80,43%.

Porém, os achados sobre o grau de concentração do setor, por meio do índice Herfindahl, demonstram que quanto menor a concorrência mais as chances de ocorrer o conjunto de prática referente ao Novo Mercado.

Dessa forma, os resultados corroboram com Chhaochharia *et al.* (2016), pois é evidenciado nos seus achados que a governança é mais importante quando as empresas enfrentam menor competitividade de mercado. Está ainda em harmonia com a relação explicitada pelo estudo de Ryu *et al.* (2017), no qual aponta que os efeitos da governança corporativa sobre o retorno das ações mudam de acordo com o ambiente do mercado e dos países.

Já a variável de desempenho econômico e financeiro, que representa o risco e retorno percebido pelo investidor, também diminui as chances de ocorrer práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado.

Embora a razão de chances (*odds ratio*) demonstra que um aumento em uma unidade no Q de Tobin não altere as chances de ocorrer tal prática, o efeito marginal evidencia que a probabilidade diminui em aproximadamente -0,000000942%. Embora, o efeito da variável Q de Tobin seja muito pequeno, as suas variações são grandes.

Nos resultados achados por Rossi (2016), o desempenho ajustado ao risco, por meio do Q de Tobin, evidenciou a relação negativa entre o mecanismo de governança corporativa inerente à concentração de propriedade. Os resultados deste estudo estão em consonância com os de Rossi, pois no mesmo sentido o Q de Tobin diminuiu as chances de haver governança corporativa. A Figura 14 demonstra o poder discriminante do construto referente ao risco e a competitividade.

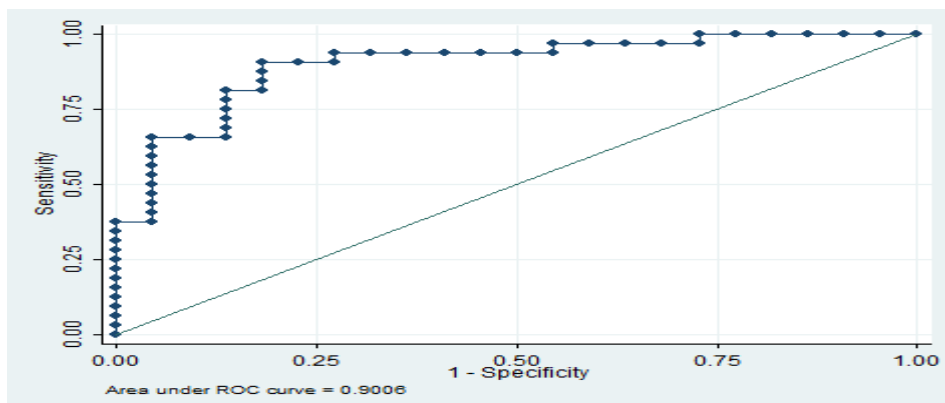


Figura 14. Curva ROC do construto de risco e competitividade perante a governança corporativa
Fonte: dados da pesquisa (2017).

De acordo com a área abaixo da curva ROC, equivalente a 0,9006, o poder discriminante do modelo estimado para risco e competitividade é excelente. O próximo tópico demonstra o construto referente ao desempenho econômico e financeiro para determinar as práticas de governança corporativa, que compõem o terceiro objetivo deste estudo.

4.2.7 Desempenho econômico e financeiro perante a governança corporativa

Com o intuito de maximizar o preço das ações, os gestores tendem a tomarem decisões com o intuito de elevar o fluxo de caixa presente e futuro. Por isso, as medidas contábeis são atraentes para estimar o desempenho das empresas, não somente pela facilidade de compreendê-las, mas também pela padronização por meio de princípios contábeis. Isso permite a comparação entre empresas e entre vários períodos de tempo (Brigham & Ehrhardt, 2007).

Os resultados dos construtos sobre o desempenho econômico e financeiro que visam determinar a ocorrência de práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado estão descritos na Tabela 15.

Tabela 15
Construto de desempenho econômico e financeiro perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
ROI	0,1819954	-0,3962397	0,47722	-0,83	0,406	-1,33157	0,112225
ROA	1,62e+12	6,538833	2,75606	2,37	0,018**	,019237	,131908
ROS	0,0362034	-0,7717939	0,52717	-1,46	0,143	-1,90004	,227118
DIV	1	0,00000	0,00000	2,10	0,036**	6,6e-09	1,9e-07
Constante	1,440616				0,363		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Para o modelo de desempenho econômico e financeiro, o pseudo-R² é equivalente a 19,19% das variações. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, também demonstra que ao menos uma das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância.

Com o intuito de deixar o modelo mais parcimonioso, na Tabela 16 estão descritos os resultados para o modelo apenas com as variáveis estatisticamente significantes.

Tabela 16
Construto de desempenho econômico e financeiro estatisticamente significante perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
ROA	184121,8	2,906135	1,35851	2,24	0,032**	0,243497	5,56877
DIV	1	1,10e-07	0,00000	1,98	0,048**	8,5e-10	2,2e-07
Constante	1,459175				0,340		

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Em comparação com o modelo anterior para o desempenho econômico e financeiro, o pseudo-R² diminuiu de 19,19% para 13,56%. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, se manteve estatisticamente significante, ao nível de 1% de significância.

De acordo com as razões de chances encontradas o retorno sobre o ativo (ROA) aumenta as chances de ocorrer o conjunto de práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado, em 184.120 vezes. Em consonância com o efeito marginal, a probabilidade eleva a ocorrência de governança corporativa, em aproximadamente 290%. Ressalta-se que o cálculo de todas as estimativas pontuais deste modelo não ultrapassa 1, que é o valor máximo possível. Já os dividendos pagos não alteram as chances de ocorrer práticas de governança corporativa equivalente ao novo mercado.

Dessa forma, os resultados deste estudo então em desacordo com os achados de Arora *et al.* (2016), que apontaram para não associação entre a rentabilidade e os indicadores de governança corporativa. Todavia, os autores enfatizam que empresas em países em desenvolvimento, poderiam melhorar o desempenho por meio da implementação de boas práticas de governança corporativa.

Também em contraponto, o estudo de Zabri, Ahmad, e Wah (2016) mensurou o tamanho e independência do conselho frente o retorno do ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Os resultados demonstraram que existe correlação negativa, porém fraca, da governança com o ROA e com o ROE não existe correlação significativa. Evidentemente, pode-se atribuir esses resultados, além do ambiente diferente do brasileiro, ao conjunto de práticas utilizadas.

Em harmonia com os achados deste estudo estão as evidências de Abdallah e Ismail (2017), que descobriram a relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho da empresa. Porém, o mecanismo de governança estudado foi a concentração de propriedade, no qual a relação é mais forte entre os baixos níveis.

Nota-se que há estudos com evidências positivas e negativas na literatura, porém, estes estudos concentram-se na governança corporativa como variável dissociada das características das empresas. Entretanto, se as práticas de governança também podem ser previstas por meio das probabilidades atribuídas às variáveis de desempenho, deixa evidente o problema endógeno dos estudos anteriores. Na Figura 15 está descrito o poder discriminante do modelo referente a risco e competitividade perante a governança corporativa.

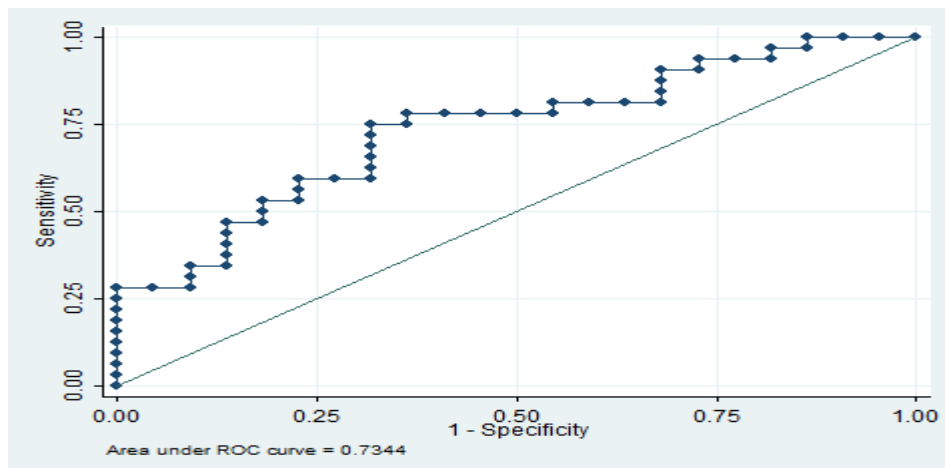


Figura 15. Curva ROC do construto de risco e competitividade perante a governança corporativa
Fonte: dados da pesquisa (2017).

A área debaixo da curva ROC demonstrou que o poder discriminante do construto de risco e competitividade é aceitável, pois o valor encontrado foi de 0,79. No próximo tópico estão descritas as conclusões.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo objetivou analisar as chances da qualidade da informação contábil, competitividade e risco e o desempenho econômico e financeiro determinarem os níveis de governança corporativa. Por meio das regressões logísticas foram encontrados coeficientes estatisticamente significantes para determinar as chances de ocorrer o conjunto de práticas mais exigente do mercado de capitais brasileiro, conhecido como Novo Mercado.

Este estudo levantou a implicação teórica referente à predição das práticas, pois se é possível prever quando as empresas podem adotar um conjunto de práticas de governança corporativa a partir de seus relatórios financeiros, não se pode ignorar que as práticas de governanças são decisões tomadas com antecedência.

Portanto, as práticas de governança corporativas também estão relacionadas aos fatores externos às empresas. Embora, os gestores não possam controlar esse ambiente, o mesmo demonstrou atuar como uma força capaz de influenciar as práticas de gestão das empresas.

As implicações teóricas demonstraram que pode ser um equívoco não associar as práticas de governança corporativa das empresas com suas características internas e externas, isto é, utilizá-la como variável independente para influenciar as demais, sem reconhecer essas limitações.

Assim, é evidente que os gestores tomam a decisão de adotar as práticas de acordo com a situação já passada da empresa. Logo, adotar, manter ou desfazer-se das práticas de governança corporativas faz parte de tomada de decisão para diminuir os custos de agência, ou então, para diminuir os custos com as práticas de governança.

Os resultados anteriores indicam que as práticas de governança para as empresas são atribuídas aos retornos negativos das empresas. Neste estudo, foi possível observar o inverso, pois os retornos positivos aumentam as chances de adotarem a governança. Assim, constatou-se que as práticas de governança não são estáticas, pois sugere-se que possam ser voláteis de acordo com o conservadorismo.

Embora, as variáveis de tempestividade e gerenciamento de resultados não predizem a governança aqui estudada, os demais modelos que se referem às variáveis da qualidade da informação contábil se demonstraram eficazes. Assim, pode-se afirmar que os conjuntos de práticas de governança corporativa são tão voláteis quanto à qualidade das informações relatadas aos *stakeholders*.

Com isso, dissociar a governança corporativa da qualidade da informação contábil e de outras características da empresa, implica em desconsiderar que o *trade-off* entre os custos em contraste com os benefícios das práticas perante essas características.

Assim como os fatores externos e internos da organização influenciam a qualidade da informação contábil, também influenciam as práticas de governança. Visto que os mecanismos são meios de governar as empresas e, assim, as práticas devem ser flexíveis de acordo com os problemas enfrentados entre os agentes e os principais.

Todavia, as influências externas não necessariamente levam as empresas a adquirirem determinado conjunto de práticas. Como pode ser observado, o risco não sistêmico demonstrou ser um contraponto à governança. O ambiente de risco desfavorece a tomada de decisão a favor da adoção de práticas de governança.

A volatilidade dos ativos são reflexos dos retornos obtidos por meio das expectativas dos investidores. Embora os conjuntos de práticas de governança corporativas podem ser uma das formas de transparecer a confiança para os investidores, e por consequência, estabilizar a volatilidade dos ativos, novas práticas não são adotadas. Pode-se atribuir este achado a incerteza do resgate da confiança dos investidores e aos custos das mesmas.

O risco também advém do grau de competitividade de mercado e, por meio do índice Herfindahl, foi constatado o aumento na probabilidade de ocorrerem práticas de governança. É notado, que em ambiente de alta competitividade, com baixa concentração de mercado, a concorrência torna-se um dos mecanismos de governança.

A contribuição teórica dessa predição das práticas de governança corporativa pelo grau de competição do mercado é a evidência da necessidade das empresas de contrapor a falta de concorrentes com os mecanismos de governança corporativa.

Além disso, as implicações também relatam a complexidade da adoção de tais práticas, pois não somente perfazem sobre as decisões dos agentes internos, mas também, de acordo com os mesmos, reagem ao ambiente externo.

Isso ocorre devido às práticas de gestão estar relacionadas aos comportamentos de todos os *stakeholders*. Assim, a governança corporativa pode ser observada como um meio de estabelecer a confiança.

Porém, os custos existentes podem fazer com que as práticas sejam abdicadas e, por outro lado, as exigências pelas certezas, isto é, a diminuição dos riscos pode elevar o uso das práticas de gestão relacionadas à governança corporativa. E isso, descreve as práticas de governança como flexíveis devido ao vasto número de variáveis que possam determiná-las.

Mas, a implicação teórica do aumento das chances, por meio do aumento do retorno sobre o ativo (ROA), podem estar relacionados às inseguranças dos *stakeholders* sobre o desempenho das empresas. Com esses resultados é possível realizar a comparação entre risco e retorno, pois as construções teóricas demonstram que os mesmos são positivamente correlacionados.

Deste modo, quando as empresas aumentam o seu desempenho, os principais podem exigir as práticas de governança dos agentes com a intenção de diminuir os riscos. E dispendem recursos para certificar-se que os resultados obtidos são confiáveis, por meio de práticas governança.

Além disso, os resultados deixam a implicação teórica sobre a associação entre governança corporativa e o desempenho econômico e financeiro também no mesmo período de tempo, já que as práticas de governança são decisões que os agentes podem controlar, e o inverso é mais incerto, pois o desempenho não depende apenas dos mesmos.

O controle sobre as práticas é mais certo em relação ao desempenho da empresa, logo os agentes e principais podem tomar decisões estratégicas das futuras práticas de governança para diminuir os custos existentes com a incerteza dos resultados obtidos.

Por outro lado, o desempenho econômico e financeiro também pode ser afetado pelos custos das práticas de governança. A diferença entre os custos de fiscalização dos agentes sobre o desempenho e o custo das práticas, além de evidenciar a flexibilidade das práticas de gestão, podem apresentar o problema de endogeneidade nas inferências estatísticas.

Portanto, a dissociação da governança e do desempenho, no mesmo período, é importante, pois o desempenho a ser alcançado é uma decisão tomada pelos investidores de acordo com suas intenções de ganhos futuros. Já a escolha pelas práticas de gestão foi tomada com antecedência.

Visto que os agentes tendem a adaptar as suas práticas de gestão de acordo com os resultados obtidos, seja por baixo desempenho, ou então, pelo risco associado aos retornos altos que exigem fiscalização das práticas de gestão.

A endogeneidade existente dos estudos que comparam a governança no mesmo período do desempenho pode ser substituída pelo estímulo do mercado sobre as práticas de governança quando se analisa por meio desta dissociação temporal.

Diante disso, a tomada de decisão dos gestores para adquirir, manter ou desfazer das práticas de governança também pode estar ligada a outros fatores não estudados. Portanto, outras indagações como o porquê de os eventos externos levarem os gestores a adotar

determinadas práticas, bem como o quanto os fatores externos podem influenciar os gestores a adotarem determinadas práticas; ainda, é um campo vasto a ser aprofundado.

Assim, como lacunas para futuras pesquisas têm-se as possíveis combinações de características internas que possam prever governança corporativa, como por exemplo, números de colaboradores em nível operacional, tático e estratégico. E ainda, características externas como, por exemplo, participação ativa da empresa por meio de *lobbys*, para prever as práticas de governança.

Nota-se que foram analisadas apenas as variáveis de rentabilidade, com isso, as lacunas existentes das demais métricas são sugestões para futuros estudos. Assim, pode contribuir com os resultados aqui encontrados, pesquisas que abordem além da rentabilidade, variáveis referentes ao endividamento, estrutura de capital, bem como índices de liquidez e atividade.

REFERÊNCIAS

- Abdallah, A. A. N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 98-115.
- Abdelghany, K. E. (2005). Measuring the quality of earnings. *Managerial Auditing Journal*, 20(9), 1001-1015.
- Abdelsalam, O. H., & Street, D. L. (2007). Corporate governance and the timeliness of corporate internet reporting by UK listed companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(2), 111-130.
- Ahmed, A. S. (1994). Accounting earnings and future economic rents: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 377-400.
- 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.
- 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.
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of accounting and economics*, 22(1), 3-30.
- Andreas, J. M., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2012). Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. *Review of managerial science*, 6(1), 33-79.
- Antia, M., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2010). CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), 288-301.
- Araújo, L. A. D. (2005). *Risco e Competição Bancária no Brasil*. Universidade Federal do Ceará. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Ceará. Fortaleza.
- Ariño, A., & Ring, P. S. (2010). The role of fairness in alliance formation. *Strategic Management Journal*, 31(10), 1054-1087.
- Arora, A., Arora, A., Sharma, C., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate Governance*, 16(2), 420-436.
- Assaf Neto, A. (2009). *Mercado financeiro* (9 ed). São Paulo: Editora Ática.
- Badertscher, B. A., & Burks, J. J. (2011). Accounting restatements and the timeliness of disclosures. *Accounting Horizons*, 25(4), 609-629.

- Balakrishnan, K., & Cohen, D. (2011). *Product market competition, financial accounting misreporting and corporate governance: evidence from accounting restatements*. Working Paper, Stern School of Business, New York University.
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2001(1), 127-169.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 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.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Nikolaev, V. V. (2012). On estimating conditional conservatism. *The Accounting Review*, 88(3), 755-787.
- Barrett, P. (2003). Corporate governance in the public sector context. *Canberra Bulletin of Public Administration*, (107), 7-?.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 77-104.
- Barth, M. E., Elliott, J. A., & Finn, M. W. (1999). Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 387-413.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, 46(3), 467-498.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
- Basu, S. (2005). Discussion of "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and modeling". *Review of Accounting Studies*, 10(2), 311-321.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 6, 67-92.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2), 269-309.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1-109.
- 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.
- Beiruth, A. X., Brugni, T. V., Favero, L. P., & Goes, A. O. S. (2014). Different levels of corporate governance and disclosure timeliness: an exploratory study in the Brazilian market. *Revista De Gestao, Financas e Contabilidade*, 4(1), 77-90.

- Black, B. (2001). Strengthening Brazil's securities markets. *Journal of Commercial Economic and Financial Law*, 1-24.
- Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency theory and bounded self-interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276-297.
- Brainard, W. C., & Tobin, J. (1968). Pitfalls in financial model building. *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.
- BM&FBOVESPA (2017). *Segmentos de listagem*. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Brennan, M. J., & Zhang, Y. (2012). *Capital Asset Pricing With A Stochastic Horizon*. Disponível em: https://www.tilburguniversity.edu/upload/ea09d423-27f0-4050-af21-639990f95c61_Brennan.pdf
- Brigham, E. F. Ehrhardt, M. C. (2007). *Administração financeira teoria e prática* (1 ed). São Paulo: Thomson Learning.
- 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., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. J. (2000). The sensitivity of corporate governance systems to the timeliness of accounting earnings. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.202.1684&rep=rep1&type=pdf>
- Butt, S. A., & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57.
- Byun, H. S., Lee, J. H., & Park, K. S. (2014). Corporate Governance, Product Market Competition, and Payout Policy. *Seoul Journal of Business*, 20(1), 1-33. Disponível em: http://space.snu.ac.kr/bitstream/10371/92934/1/03_Hee%20Sub%20Byun%20et%20al_%EC%9E%AC%EA%B5%90.pdf
- Cahan, S. F. (1992). The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis. *Accounting Review*, 67(1), 77-95.
- Calomiris, C. W., & Carlson, M. (2016). Corporate governance and risk management at unprotected banks: National banks in the 1890s. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 512-532.
- Carvalho-da-Silva, A. L. (2005). *1974 – Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil*. Rio de Janeiro: Mauad.
- Chhaochharia, V., Grinstein, Y., Grullon, G., & Michaely, R. (2016). Product market competition and internal governance: Evidence from the Sarbanes–Oxley Act. *Management Science*, 63(5), 1405-1424.

- Chong, A., López-de-Silanes, F. (2007). Investor protection and corporate governance - firm evidence across Latin America. *Stanford University Press and International Development Bank*, 2007.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 39-67.
- Conlon, D. E., Porter, C. O., & Parks, J. M. (2004). The fairness of decision rules. *Journal of Management*, 30(3), 329-349.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
- Cotter, J. (1996). Accrual and cash flow accounting models: A comparison of the value relevance and timeliness of their components. *Accounting & Finance*, 36(2), 127-150.
- Dadbeh, F., & Mogharebi, N. (2013). A study on effect of information asymmetry on earning management: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 3(7), 2161-2166.
- Dalmácio, F. Z., & Rezende, A. J. (2008). A relação entre o timeliness e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa: evidências. *Base*. 5(3), 163-174.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). 1 The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control. *The academy of management annals*, 1(1), 1-64.
- Darko, J., Darko, J., Aribi, Z. A., Aribi, Z. A., Uzonwanne, G. C., & Uzonwanne, G. C. (2016). Corporate governance: the impact of director and board structure, ownership structure and corporate control on the performance of listed companies on the Ghana stock exchange. *Corporate Governance*, 16(2), 259-277.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics*, 18(1), 3-42.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
- 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.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-176.

- Demsetz, H. (1973). Industry structure, market rivalry, and public policy. *The Journal of Law and Economics*, 16(1), 1-9.
- Departamento de Justiça dos Estados Unidos da América (2010). Horizontal merger guidelines. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/100819hmg.pdf>
- Dhaliwal, D. S., Huang, S. X., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2008). Product market competition and accounting conservatism. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266754
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market?. *The Journal of Finance*, 61(2), 725-762.
- Du Plessis, J. J., Hargovan, A., & Bagaric, M. (2011). (2) *Principles of contemporary corporate governance*. Cambridge University Press. Disponível em: http://assets.cambridge.org/97811074/32420/frontmatter/9781107432420_frontmatter.pdf
- Du, M., Shao, H., & Wan, H. (2014). LAn Endogenous Empirical Study about the Mechanisms of Corporate Governance and Firm Value. *Journal of Shantou University (Humanities & Social Sciences Edition)*, 6, 009.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Edwards, M. (2002). Public sector governance – future issues for Australia. *Australian Journal of Public Administration*, 61(2), 51-61.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2012). Earnings management, conservatism, and earnings quality. *Foundations and Trends® in Accounting*, 6(2), 65-186.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131-155.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). Profitability, growth, and average returns. *SSRN*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=570343>
- Famá, R., & Barros, L. A. B. C. (2000). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7(4), 27-43.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus.
- Fazlzadeh, A., Hendi, A. T., & Mahboubi, K. (2011). The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based

- on the type of the industry. *International Journal of Business and Management*, 6(3), 249.
- Fehr, E., & Gächter, S. (2000). Fairness and retaliation: The economics of reciprocity. *The journal of economic perspectives*, 14(3), 159-181.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731.
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62(2), 951-989.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307.
- Flick, U. (2013). *Introdução à metodologia de pesquisa: um guia para iniciantes*. Porto Alegre: Penso.
- Fong, E. A., Misangyi, V. F., & Tosi, H. L. (2010). The effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits. *Strategic Management Journal*, 31(6), 629-651.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.
- Gassen, J., Fülbier, R. U., & Sellhorn, T. (2006). International differences in conditional conservatism—the role of unconditional conservatism and income smoothing. *European Accounting Review*, 15(4), 527-564.
- Gaver, J. J., Gaver, K. M., & Austin, J. R. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), 3-28.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios da administração financeira* (12 ed). São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Gordon, E. A., & Joos, P. R. (2004). Unrecognized deferred taxes: evidence from the UK. *The Accounting Review*, 79(1), 97-124.
- Graham, J. R., & Leary, M. T. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 3(1), 309-345.
- Gramlich, J. D., McAnally, M. L., & Thomas, J. (2001). Balance Sheet Management: The Case of Short-Term Obligations Reclassified as Long-Term Debt. *Journal of Accounting Research*, 39(2), 283-295.
- Griffith, R. (2001). *Product market competition, efficiency and agency costs: an empirical analysis* (No. 01/12). IFS Working Papers, Institute for Fiscal Studies (IFS).

- Guay, W., & Verrecchia, R. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski (2006). *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 149-165.
- Gunny, K. A. (2005). What are the consequences of real earnings management? *Working Papers*. University of Colorado. Disponível em: http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/spring2005/Gunny_paper.pdf
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167-194.
- Hair Jr., J. F. ., Babin, B. ., Money, A. H. ., & Samouel, P. . (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- Han, J. C. Y., & Wang, S. (1998). Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis. *Accounting Review*, 73(1), 103-117
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The economic journal*, 105(430), 678-689.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-384.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade* (5 ed.). São Paulo: Atlas.
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., Judge, G. G., & Farias, A. A. (2010). *Econometria*. São Paulo: Saraiva.
- Hkouzani, M. P., hosein Arman, M., & Beygi, A. H. (2016). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Profit Timeliness. *International Journal of Humanities and Cultural Studies (IJHCS) ISSN 2356-5926*, 1(1), 647-661.
- Hodges, R., Wright, M., & Keasey, K. (1996). Corporate governance in the public services: Concepts and issues. *Public Money & Management*, 16(2), 7-13.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 3-75.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), 29-74.
- Hsu, A., O'Hanlon, J., & Peasnell, K. (2012). The Basu measure as an indicator of conditional conservatism: Evidence from UK earnings components. *European Accounting Review*, 21(1), 87-113.
- Humphery-Jenner, M. L., & Powell, R. G. (2011). Firm size, takeover profitability, and the effectiveness of the market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference?. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 418-437.

- Iudícibus, S., Marion, J. C., & Pereira, E. (2003). *Dicionário de termos de Contabilidade*. (2 ed) São Paulo: Atlas.
- Jaafaar, S. B., & James, K. (2015). Conflict of Interest in Director Remuneration by Remuneration Committee in Family Firm. *American International Journal of Contemporary Research*, 5(6), 1-6.
- Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. (2009). Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9-10), 1041-1058.
- Jensen, M. C. (2003). *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Harvard University Press.
- 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.
- Jensen, M. C., Black, F., & Scholes, M. S. (1972). The capital asset pricing model: Some empirical tests. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=908569>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kamalluarifin, W. F. S. W. (2016). The Influence of Corporate Governance and Firm Characteristics on the Timeliness of Corporate Internet Reporting By Top 95 Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 156-165.
- Kangis, P., & Kareklis, P. (2001). Governance and organisational controls in public and private banks. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 1(1), 31-38.
- Karuna, C. (2007). Industry product market competition and managerial incentives. *Journal of accounting and economics*, 43(2), 275-297.
- Karuna, C. (2008). Industry product market competition and corporate governance. *SSRN*.
- Kim, K. H., & Kim, T. (2016). Capital asset pricing model: A time-varying volatility approach. *Journal of Empirical Finance*, 37, 268-281.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 105-231.
- Kothari, S. P., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2009). *What should GAAP look like? A survey and economic analysis*. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.579.768&rep=rep1&type=pdf>
- Kumari, P., & Mishra, C. S. (2017). A Literature Review on Ohlson (1995). *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(2), 28-47.
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447-478.

- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2009). The economic determinants of conditional conservatism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 336-372.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2011). Conditional conservatism and cost of capital. *Review of accounting studies*, 16(2), 247-271.
- Lee, S. (2008). Ownership structure and financial performance: Evidence from panel data of South Korea. *Department of Economics Working Paper Series*. 17, 1-43.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527.
- Li, A., & Cropanzano, R. (2009). Do East Asians Respond More/Less Strongly to Organizational Justice Than North Americans? A Meta-Analysis. *Journal of Management Studies*, 46(5), 787-805.
- Lima, S. H. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. A, Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. *REGE-Revista de Gestão*, 22(2), 187-204.
- Lin, J. W., & Hwang, M. I. (2010). Audit quality, corporate governance, and earnings management: A meta-analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57-77.
- Lin, K. L., & Chang, Y. (2016). Corporate Governance Reform, Board Structure, and Its Determinants in the Banking Industry—Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2001-2017.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*, 1-32.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The review of economics and statistics*, 13-37.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 350-357.
- 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., & Martins, E. (2005). *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?. *The Journal of Finance*, 56(6), 2019-2065.
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political economy*, 73(2), 110-120.
- Marciukaiyte, D., & Park, J. C. (2009). Market competition and earnings management. *SSRN*.

- Marques, M. D. C. D. C. (2007). Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 11-26.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras..* Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Mello, G. R. (2006). *Governança corporativa no setor público federal brasileiro.* Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Michelberger, K. J. (2016). Risk Aversion in the Board Room. An Analytical Approach on Corporate Governance of German Stock-Listed Companies. *European Integration Studies*, (10), 135-144.
- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681-1705.
- Mitnick, B. M. (2015). Agency theory. *Wiley Encyclopedia of Management*.
- Morris, R. D., Pham, T., & Gray, S. J. (2011). The value relevance of transparency and corporate governance in Malaysia before and after the Asian financial crisis. *Abacus*, 47(2), 205-233.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 768-783.
- Murhadi, W. R. (2010). Good corporate governance and earning management practices: An Indonesian cases. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1680186>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Nhleko, A. S., & Musingwini, C. (2016). Estimating cost of equity in project discount rates using the capital asset pricing model and Gordon's wealth growth model. *International Journal of Mining, Reclamation and Environment*, 30(5), 390-404.
- Nickell, S. J. (1996). Competition and corporate performance. *Journal of political economy*, 104(4), 724-746.
- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2012). The relative value relevance of shareholder versus stakeholder corporate governance disclosure policy reforms in South Africa. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 84-105.
- OECD (2004). *Principles of Corporate Governance*. Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

- Ohlson, J. A. (2009). Accounting data and value: the basic results. *Contemporary Accounting Research*, 26(1), 231-259.
- Ohlson, J. A. (2005). On accounting-based valuation formulae. *Review of Accounting studies*, 10(2), 323-347.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinantsof value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349-365.
- Oliveira, G. A. S. (2014). Indicadores de concorrência. *Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE*. Brasília. Disponível em: <http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/dee-publicacoes-anexos/documento-de-trabalho-n-01-2014-indicadores-de-concorrencia.pdf>
- Ortega, W. R., & Grant, G. H. (2003). Maynard manufacturing: An analysis of GAAP-based and operational earnings management techniques. *Strategic Finance*, 85(1), 50.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Pretorius, M. (2016). The debtor-friendly fallacy in business rescue: Agency theory moderation and quasi relationships. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 19(4), 479-496.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Rossi, F. (2016). Corporate Governance, Risk-Taking, and Firm Performance: Evidence from Italy. *Rivista Bancaria – Minerva Bancaria*, (4-5), 109-152.
- Rossi, M. (2016). The capital asset pricing model: a critical literature review. *Global Business and Economics Review*, 18(5), 604-617.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.
- Ryan, S. G. (2006). Identifying conditional conservatism. *European accounting review*, 15(4), 511-525.
- Ryu, D., Ryu, D., & Hwang, J. H. (2017). Corporate governance, product-market competition, and stock returns: evidence from the Korean market. *Asian Business & Management*, 16(1-2), 50-91.
- Sadka, G. (2006). The economic consequences of accounting fraud in product markets: Theory and a case from the US telecommunications industry (WorldCom). *American Law and Economics Review*, 8(3), 439-475.

- Schaltegger, S. (1997). Information costs, quality of information and stakeholder involvement—the necessity of international standards of ecological accounting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 4(3), 87-97.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17, 97-110.
- Schoar, A. (2002). Effects of corporate diversification on productivity. *The Journal of Finance*, 57(6), 2379-2403.
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory* (5th ed). Toronto: Pearson Education Canada.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Shi, W., Connelly, B. L., & Hoskisson, R. E. (2017). External corporate governance and financial fraud: cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions. *Strategic Management Journal*, 38(6), 1268-1286.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Silva, C. L. (2017). Competitividade e estratégia empresarial: um estudo de caso da indústria automobilística brasileira na década de 1990. *Revista da FAE*, 4(1), 35-48.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Sirat, H. (2012). Corporate governance practices, share ownership structure, and size on earning management. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 15, 145-156.
- Slomski, V. (1999). *Teoria do agenciamento no estado – uma evidenciação da distribuição de renda econômica produzida pelas entidades públicas de administração direta*. Tese de Doutorado, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Solomon, J. (2004). *Corporate governance and accountability*. Chichester, England: John Wiley & Sons.
- Stigler, G. J. (1958). The economies of scale. *The Journal of Law and Economics*, 1, 54-71.
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501.

- Sun, L., & Liu, C. (2008). What determines the degree of earning management difference: Corporate governance or performance?-Empirical evidence from the chinese securities market. *China Accounting Review*, 3, 79-92.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 281-308.
- Thompson Junior, A. A., & Formby, J. P. (1998). *Microeconomia da firma: teoria e prática*. PHB.
- Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press. Disponível em: <http://www.library.fa.ru/files/Tirole-Theory-corporate.pdf>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15-29.
- Tshipa, J., Brummer, L., Wolmarans, H., & Du Toit, E. (2018). The impact of flexible corporate governance disclosures on value relevance. Empirical evidence from South Africa. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Vyas, D. (2011). The Timeliness of Accounting Write-Downs by US Financial Institutions During the Financial Crisis of 2007–2008. *Journal of accounting research*, 49(3), 823-860.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of accounting research*, 44(3), 619-656.
- Wang, M., & Hussainey, K. (2013). Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 26-49.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=928677>.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 65(1), 131-156.
- Ya, Z., & Safari, M. (2016). The Effect of Remuneration Committee on Dividend Policy in China. *Journal of Insurance and Financial Management*, 1(2).
- Yasir, M. (2018). *Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency*. Doctoral dissertation, Capital University of Science and Technology, Islamabad.
- Zabri, S. M., Ahmad, K., & Wah, K. K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 287-296.
- Zeghal, D. (1984). Timeliness of accounting reports and their informational content on the capital market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 11(3), 367-380.

Zeghal, D., & Mhedhbi, K. (2006). An analysis of the factors affecting the adoption of international accounting standards by developing countries. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 373-386.