



A RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO EM EMPRESAS DO SEGMENTO DE ENERGIA ELÉTRICA DA BM&FBOVESPA

THE RELATIONSHIP BETWEEN MANAGEMENT RESULTS AND LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE: A STUDY ON ENERGY SEGMENT UTILITIES OF BM&FBOVESPA

Nome: Leidiane Noga

Instituição: Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO)

E-mail: leidinoga@hotmail.com

Nome: Flávio Ribeiro

Instituição: Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO)

E-mail: flavioribeiro@unicentro.br

Nome: Willson Gerigk

Instituição: Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO)

E-mail: wgerigk@unicentro.br Rua

RESUMO:

O objetivo geral desta pesquisa é analisar a relação entre a prática de gerenciamento de resultados e o nível de governança corporativa de empresas do segmento de energia elétrica. A amostra é composta por empresas brasileiras de capital aberto do segmento de energia elétrica e que estavam listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA no período de 2012 a 2015. Os resultados evidenciam que o nível de governança tem uma relação inversa com o índice de Eckel. Isto significa que quanto mais elevado é o nível de governança corporativa em que a empresa está listada, menores são os escores do índice de Eckel e maior é o grau de suavização dos resultados. Implica que quanto mais elevado o nível de governança a que as empresas pertencem, maior é o esforço deliberado para divulgar informações de modo a transmitir uma redução artificial da variabilidade do fluxo de resultados.

PALAVRAS-CHAVE: Gerenciamento de resultados. Governança corporativa. *Income Smothing*.

ABSTRACT:

The objective of this research is to analyze the relationship between the practice of results management and the level of corporate governance of companies in the electric energy segment. The sample is made up Brazilian publicly traded companies in the electricity segment and was listed in BM & FBOVESPA's corporate governance levels from 2012 to 2015. The results show that the level of governance has an inverse relationship with the Eckel index. This means that the higher the level of corporate governance in which the company is listed, the lower the Eckel index scores and the smoother the results. It implies that the higher the level of governance to which companies belong, the greater the deliberate effort to disclose information in order to convey an artificial reduction in the variability of the flow of results.

KEYWORDS: Earnings management. Corporate governance. *Income Smothing*.

1 INTRODUÇÃO

Gulzar e Zongjun (2011), Marra, Mazzola e Prencipe (2011), Chen e Zhang (2012), Chi, et al. (2015) e Xue e Hong (2016) consideram que os mecanismos de Governança Corporativa minimizam a prática de gerenciamento de resultados, porém, Erfurth e Bezerra (2012) e Konraht, Soutes, e Alencar (2016) apontam que tais práticas não influenciam negativa e significativamente o processo discricionário dos gestores.

Uma visita à literatura permite inferir que a utilização das informações contábeis é crescente. No âmbito do mercado de capitais, a divulgação das demonstrações contábeis busca atender às necessidades informacionais de seus usuários, que, de alguma forma, dependem dessas para tomarem suas decisões sobre investimentos. Todavia, após algumas companhias protagonizarem escândalos corporativos, em virtude de manipulações em suas contabilidades, a confiança do mercado, especialmente quanto à elaboração das demonstrações financeiras, ficou abalada. Esse fato fomentou discussões acerca da confiabilidade das informações contábeis divulgadas pelas companhias de capital aberto.

Uma das práticas relacionadas à manipulação de informações contábeis é o gerenciamento de resultados. Gestores e contadores, por conveniências e motivações de diversas naturezas, podem escolher, dentre as alternativas legais, as que não refletem a melhor apresentação da realidade econômica, financeira e patrimonial das entidades. Para tanto, utilizam-se de certa subjetividade na preparação e divulgação das demonstrações contábeis. A discricionariedade e a flexibilidade permitidas pelas normas e práticas contábeis fazem com que nem sempre as demonstrações sejam construídas sob a égide de critérios objetivos, ou seja, acabam optando pelo gerenciamento de resultados (*Earnings Management*) (FUJI e CARVALHO, 2005).

Segundo Martinez (2001), de acordo com as motivações envolvidas, tem-se várias modalidades de "gerenciamento" dos resultados contábeis, entre as quais caberia destacar: *Big Bach Accounting*, *Income Smoothing* e *Target Earnings*. Devido à amplitude do tema, este estudo delimitar-se-á ao estudo do *Income Smoothing*, termo utilizado na literatura brasileira como alisamento/suavização de resultados. O *Income Smoothing* é a manipulação de resultados, por parte das companhias, com o intuito de reduzir a sua volatilidade, mantendo-os constantes, sem excessiva flutuação, ou ainda, com ligeiro crescimento ao longo dos anos para demonstrar aos investidores que estão perante uma empresa aparentemente sólida (MARTINEZ, 2001).

Um mecanismo que pode minimizar a prática de gerenciamento de resultados é a governança corporativa. No início dos anos 2000, com vistas a desenvolver o mercado de



capitais no Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), atualmente chamada BM&FBOVESPA, instituiu segmentos especiais de listagem destinados às empresas com padrões diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, o objetivo é proporcionar um ambiente de negociações mais seguro e transparente.

Todos os segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras se estendem além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) e objetivam melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como, a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores e participantes do mercado, tais normas contribuem para a redução de riscos e a atração de mais investidores (BM&FBOVESPA, 2015).

Normalmente, espera-se que a existência de mecanismos de governança corporativa minimize o poder discricionário dos gestores (BARROS, et al. 2013). Todavia, essa proposição não alcança unanimidade na literatura. Erfurth e Bezerra (2012) e Konraht, Soutes, e Alencar (2016) sugerem que um maior grau de governança não indica necessariamente uma redução na prática de gerenciamento de resultados. Perceptivelmente, a literatura sobre a relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados é heterogênea e divergente. Assim, a pesquisa pretende reacender essa discussão e tem como objetivo investigar a influência dos níveis de governança corporativa sobre a prática do gerenciamento de resultados no segmento de energia elétrica da BM&FBOVESPA, no período de 2012 a 2015.

A pesquisa ajuda a preencher lacunas relacionadas à compreensão de aspectos que refletem a influência da adoção dos mecanismos de governança corporativas na prática discricionária dos gestores. Especialmente, quando se considera o mercado de capitais brasileiro, não foram identificados estudos conclusivos, o que desperta uma possibilidade de inserir esta temática na discussão teórica nessa área do conhecimento e, conseqüentemente, na verificação empírica entre os atores no campo da contabilidade financeira.

Adicionalmente, entende-se que as empresas de energia elétrica representam um segmento particular da economia brasileira. Segundo França, et al. (2016) os resultados do PIB do segundo trimestre de 2014, no Brasil, demonstram que dentre as atividades da Indústria, o segmento de energia elétrica apresentou desempenho positivo (3,1%). Além disso, o impacto desse segmento na economia, em 2014, deve-se ao fato de que importantes companhias de energia elétrica estavam entre as que tiveram seus papéis mais valorizados no mercado de ações brasileiro, alavancando o IBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2014).



Após essa introdução, segue o embasamento teórico da pesquisa. Na terceira seção consta a metodologia da pesquisa. Na quarta são estruturados e analisados os dados coletados. Por fim, são apresentadas as considerações finais do estudo.

2 MARCO TEÓRICO-EMPÍRICO

Neste tópico são apresentados os preceitos que sustentam os conceitos e classificações do gerenciamento de resultados contábeis, bem como, estudos empíricos internacionais e nacionais sobre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados.

2.1 Gerenciamento de Resultados Contábeis e Governança Corporativa

Para Schipper (1989) o gerenciamento de resultados caracteriza-se como uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular. Faria, Oliveira e Lopes (2013) corroboram este pensamento ao afirmarem que a prática do gerenciamento de resultados, por meio de atitudes que favoreçam mais a um grupo que a outro, podem acarretar danos aos usuários da informação contábil, em decorrência dos demonstrativos não apresentarem a verdadeira situação financeira da empresa e sim os interesses pessoais dos agentes ou de quem elaborou tais informações. Os autores afirmam ainda, que o gerenciamento de resultados afeta diretamente a interpretação da informação contábil, por aqueles que a utilizam, interferindo no funcionamento do mercado.

Com base na teoria de agência, pode-se constatar que as pessoas procuram maximizar a própria utilidade e que, por isso, há motivos para se considerar que o agente nem sempre atuará respeitando os interesses do principal. Nesse contexto, o gerenciamento de resultados apresenta-se como uma forma de o gestor (agente) manipular os resultados, em busca de benefícios particulares, podendo alterar a percepção dos usuários quanto aos aspectos econômicos e financeiros das empresas (NARDI e NAKAO, 2009).

Martinez (2001) definiu três modalidades para o gerenciamento de resultados contábeis, são elas: *Big Bath Accounting*, *Income Smoothing* e *Target Earnings*. A utilização de cada uma delas vai depender, principalmente, das motivações dos gestores (LYRA e MOREIRA, 2011). A presente pesquisa tem como enfoque o estudo do gerenciamento de resultados na modalidade *Income Smoothing*.

Income Smoothing é o processo de manipular o perfil temporal dos lucros de modo a fazer com que estes sejam reportados em sequência menos variável (MARTINEZ, 2006). É um



critério de conveniência utilizado para ajustar a apresentação de resultados, lucros ou perdas, que ocorreram de forma não uniformes ou irregulares no tempo. Caracteriza-se, portanto, como uma adaptação de valores com o objetivo de evitar a divulgação de informação sobre disparidades que podem “chocar” alguns dos usuários/investidores (ANTÔNIO, 2012). O *income smoothing* é, segundo Castro (2008, p.29), empregado nas seguintes situações: “[...] a) quando o resultado previamente apurado for alto, pela redução do resultado divulgado; e b) quando o resultado previamente apurado for baixo, pelo aumento do resultado divulgado”.

Dessa forma, são apresentados os resultados que atendam aos interesses dos gestores e/ou intentos da empresa, os quais se revelam distintos daqueles que seriam divulgados no caso de sujeição imparcial aos princípios e normas contábeis vigentes, bem como, ao objetivo fim das demonstrações contábeis: o fornecimento de informações úteis para a tomada de decisões por parte dos usuários. A apresentação de resultados, que pode ser considerada distorcida em relação ao que estabelecem os princípios e normas contábeis, compromete a qualidade da informação divulgada (GOULART, 2007).

Eckel (1981) classificou a suavização de resultados em dois tipos: Natural e Intencional. A suavização intencional se subdivide em duas formas: real e artificial. A suavização natural é decorrente de um processo de geração de resultados, que produz inerentemente resultados alisados (ECKEL, 1981). Pelas operações normais da empresa, esta deverá ter perfil de lucros equilibrados, particularmente quando o negócio atinge a maturidade (MARTINEZ, 2001). A suavização intencional, em contraste, decorre de uma vontade do gestor em empreender determinadas ações com o objetivo de obter um resultado *smoothing* alinhado ao seu interesse. Para alcançar tal objetivo, este pode utilizar-se de duas variáveis: (i) decisões econômicas, que caracterizam a suavização real; ou (ii) escolhas contábeis, que especificam a suavização artificial (CASTRO e MARTINEZ, 2009).

A suavização real é obtida por meio de escolhas econômicas que afetam o fluxo de caixa da empresa. Originam-se a partir de decisões econômicas tomadas pelos gestores, como redução de despesas com treinamento, aumento de despesas publicitárias, venda de ativos da companhia. Porém, é condizente com a realidade do negócio (MARTINEZ, 2001).

A suavização artificial, por sua vez, é obtida por meio da seleção de procedimentos na amplitude permitida pelos princípios e normas contábeis geralmente aceitos (Antônio, 2012). Decorre da adoção de práticas contábeis que transferem as despesas e as receitas de um exercício para outro. Tais práticas não se refletem diretamente nos fluxos financeiros atuais da empresa, mas impactam seus fluxos futuros. O procedimento de antecipação ou postergação de



contas de resultado consolida-se como um diferimento, alterando a sequência temporal das transações e por consequência os fluxos de caixa da empresa (CASTRO e MARTINEZ, 2009).

A existência de problemas de agência e diferentes níveis de conhecimento entre os investidores e gestores foram decisivos para a criação de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação de interesses entre o principal e o agente. Para tal conjunto de mecanismos deu-se o nome de Governança Corporativa (SILVEIRA et al., 2003).

Para Shleifer e Vishny (1997), a Governança Corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos pelos quais o investidor garante a obtenção do retorno de seu investimento. De forma mais detalhada, *Organization for Economic Co-operation and Development* OECD (2004), define a Governança Corporativa como um conjunto de relacionamento entre investidores, executivos, conselheiros e demais partes interessadas, fornecendo uma estrutura na qual os objetivos na organização são definidos e o desempenho é monitorado. Nota-se que a Governança Corporativa não se restringe a garantir o retorno aos investidores, mas se propõem a definir os objetivos da organização e prezar pelo desempenho corporativo. Portanto, o surgimento da Governança Corporativa está associado ao controle e monitoramento dos negócios, auxiliando na identificação e solução de possíveis problemas de agência e permitindo que a empresa possua melhores condições de acesso ao capital.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo, estabeleceu segmentos especiais de listagem de governança – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A iniciativa de estabelecer esses segmentos objetivou proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Que, ao mesmo tempo, instigasse a valorização de empresas, por meio do reconhecimento de práticas diferenciadas de gestão e atraísse investidores, devido à sinalização que as companhias listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa, além de oferecerem maior qualidade na divulgação de informações, se comprometeriam a tratar todos os sócios de forma equitativa (DUARTE, 2008).

Acredita-se que cada nível de governança corporativa, funcionam como mecanismos que minimizam as escolhas que uma empresa tem no que tange ao gerenciamento de seus resultados, contribuindo para melhorar a qualidade das informações contábeis e, conseqüentemente, conciliar todos os interesses envolvidos.



2.2 Estudos empíricos internacionais e nacionais sobre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa

Vários estudos na literatura internacional (ABBADI et al., 2016; CHEN e ZHANG, 2012; CORNETT et al., 2008; ELGHUWEEL et al., 2017; GULZAR e ZONGJUN, 2011; IRAYA et al., 2015; MARRA et al., 2011; MULYADI e ANWAR, 2015; UWUIGBE et al., 2014; WAWERU e RIRO, 2013; XIE et al., 2003; XUE e HONG, 2016) e nacional (BARROS et al., 2013; ERFURTH e BEZERRA, 2012; KONRAHT et al., 2016) têm demandado esforços para discutir a relação entre as práticas de governança corporativa e o gerenciamento de resultados.

Xie et al. (2003) examinaram o papel do conselho de administração, do comitê de auditoria e do comitê executivo na prevenção do gerenciamento de resultados. Partem do pressuposto de que os membros do comitê de auditoria precisam de conhecimento técnico e independência financeira em relação à empresa; que a composição de um conselho em geral e do comitê de auditoria, mais especificamente, está relacionada à probabilidade de uma empresa se envolver no gerenciamento de resultados. A amostra foi selecionada dentre as empresas que formavam o índice S&P 500 (Standard & Poor's), nos anos de 1992, 1994 e 1996, totalizando 94 empresas e 282 observações. Concluíram que a atividade do conselho de administração e do comitê de auditoria, bem como, a independência financeira dos membros do comitê, em relação às empresas, podem ser fatores importantes para restringir a propensão dos gestores a se engajarem no gerenciamento de resultados.

Cornett et al. (2008) pesquisaram se o impacto da estrutura de governança corporativa e da remuneração baseada em incentivos sobre o desempenho das empresas se mantém quando este é ajustado para os efeitos do gerenciamento de resultados. A amostra refere-se às empresas que formavam o índice S&P 100 (Standard & Poor's), no período de 1994 a 2003 e contou com 834 observações. Os resultados indicaram que as variáveis: i) titularidade institucional das ações, ii) representação dos investidores institucionais no conselho de administração e iii) a presença de conselheiros externos independentes no conselho reduzem a remuneração baseada em incentivos e estimula fortemente o gerenciamento de resultados. Ajustar o impacto do gerenciamento de resultados aumenta substancialmente a importância das variáveis de governança e diminui drasticamente a influência da remuneração baseada em incentivos sobre o desempenho das empresas.

Marra et al. (2011) analisaram se o conselho de administração foi mais eficaz na restrição do gerenciamento de resultados após a obrigatoriedade da adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS). O estudo buscou determinar se o gerenciamento de



resultados é impactado por características dos conselhos de administração: i) a independência do conselho, e ii) a existência de comitê de auditoria. A amostra contemplou empresas não financeiras listadas na bolsa de valores de Milão/Itália, no período de 2003 a 2006, totalizando 222 companhias e 888 observações (444 pré-IFRS e 444 pós-IFRS). Os achados sugerem que, os dois mecanismos de governança corporativa, a independência do conselho de administração e a existência de comitês de auditoria desempenham um papel importante e efetivo sobre a redução das práticas de gerenciamento de resultados após a introdução das IFRS. Que as evidências empíricas sugerem que a adoção das IFRS atuou como um moderador da relação entre as características dos conselhos e o gerenciamento de resultados, tornando a tradicional relação negativa entre eles mais forte.

Gulzar e Zongjun (2011) investigaram a eficiência das características de governança corporativa na redução do gerenciamento de resultados, nas empresas listadas da bolsa de valores de Xangai e Shenzhen, na China. Utilizaram as provisões de capital de giro anormais (*Discretionary Current Accruals* - DAC) como *proxy* do gerenciamento de resultados. A amostra foi composta por 1.009 empresas, no período de 2002 a 2006. O estudo mostra essencialmente que as características de governança corporativa desempenham um papel vital na redução do gerenciamento de resultados. Que existe uma associação significativamente positiva entre o gerenciamento de resultados e diferentes características de governança corporativa, tais como dualidade de CEO, reuniões de diretoria, diretores de sexo feminino e concentração de propriedade. Entretanto, não existem evidências de uma relação significativa entre o tamanho do conselho, as participações do diretor, a proporção de conselheiros independentes e a existência de comitê de auditoria e o gerenciamento de resultados.

Chen e Zhang (2012) investigaram o impacto do Código Chinês de Governança Corporativa (CODE) de 2002, para companhias listadas na bolsa de valores, sobre o gerenciamento de resultados. A amostra da pesquisa contou com 447 empresas, no período de 2000 a 2006, totalizando 3.129 observações. Constataram que, de um modo geral, o CODE de 2002 teve um efeito positivo na contenção do gerenciamento de resultados, pela introdução de diretores independentes não executivos no conselho de administração e na comissão de auditoria e, também, de peritos contábeis e financeiros junto à comissão de auditoria. Embora esse impacto tenha sido mínimo quando as empresas foram controladas pelo estado, tornou-se significativo quando foram controladas por particulares. No geral, a reforma regulatória sobre a governança corporativa desempenhou um papel importante na dissuasão do uso do gerenciamento de resultados.



Waweru e Riro (2013) investigaram a influência da governança corporativa e das características específicas das empresas sobre o gerenciamento de resultado no Quênia. A amostra foi composta por 37 empresas listadas na Bolsa de Valores de Nairobi, no período de 2006 a 2010, somando 148 observações. O estudo constatou que as empresas com estruturas de propriedade concentrada são mais propensas a praticar o gerenciamento de resultados. Esses resultados são importantes para países em desenvolvimento, como o Quênia, onde as estruturas de propriedade estão altamente concentradas, daí a necessidade de os órgãos reguladores oferecerem mais proteção aos acionistas minoritários. Os resultados também sugerem que as empresas com conselhos mais independentes são menos susceptíveis a gerir seus resultados.

Uwuigbe et al. (2014) pesquisaram os efeitos dos mecanismos de governança corporativa sobre o gerenciamento de resultados na Nigéria. A amostra foi composta por 40 empresas listadas na Bolsa de Valores da Nigéria. O período de análise compreendeu os anos de 2007 a 2011. E empregaram como *proxy* do gerenciamento de resultados o *Discretionary Current Accruals* (DAC). Os resultados revelaram que, embora o tamanho do conselho e a independência do conselho (proporção de administradores não executivos em relação à composição total do conselho) tenham impacto negativo significativo sobre o gerenciamento de resultados. A dualidade do CEO teve um impacto positivo significativo no gerenciamento de resultados. Concluíram que as empresas com grandes conselhos e com conhecimentos diversificados são mais eficazes em restringir o gerenciamento de resultados do que aquelas com conselhos menores, devido ao fato de terem mais diretores independentes e com mais experiência corporativa ou financeira em seus conselhos.

Iraya et al. (2015) avaliaram o efeito das práticas de governança corporativa sobre o gerenciamento de resultados das empresas listadas na Bolsa de Valores de Nairobi/Quênia. A amostra consistiu-se das 49 empresas com ações negociadas de forma contínua e ativa na bolsa de valores, entre Janeiro/2010 a Dezembro/2012. O estudo constatou que o gerenciamento de resultados está negativamente relacionado com a concentração de propriedade, com o tamanho do conselho e com a independência do conselho; por outro lado, está positivamente relacionado com as atividades do conselho e com a dualidade do CEO.

Mulyadi e Anwar (2015) analisaram a influência das práticas de governança corporativa sobre o gerenciamento de resultados e o gerenciamento de impostos. Como *proxy* das práticas de governança corporativa a pesquisa usou: i) número de conselheiros; ii) número de conselheiros independentes; iii) divulgação da remuneração dos conselheiros. Os resultados indicam que há um impacto significativo das práticas de governança corporativa sobre o gerenciamento de resultados e de impostos.



Abbadi et al. (2016) investigaram o efeito da qualidade da governança corporativa sobre o gerenciamento de resultados na Jordânia. A amostra contou com todas as empresas industriais e de serviços listadas na Bolsa de Valores de Amã, durante o período de 2009 a 2013, totalizando 121 empresas e 558 observações. Os resultados da pesquisa evidenciaram que o gerenciamento de resultados é afetado negativamente pela qualidade da governança corporativa. Em particular, pelas categorias globais de índice de governança, representadas pela: i) composição do conselho de administração, ii) reuniões do conselho, iii) práticas de auditoria e iv) existência de nomeação e/ou comissão de remuneração. Além disso, os resultados sugerem que a qualidade da governança corporativa aumentou ao longo do tempo e, conjuntamente, sua capacidade de restringir o gerenciamento de resultados.

Xue e Hong (2016) analisaram os efeitos que o gerenciamento de resultados tem sobre a rigidez das despesas. Os autores pesquisaram as empresas chinesas não financeiras listadas na bolsa de valores de 2003 a 2010. A amostra totalizou 7.702 observações. Os resultados indicaram que quando definiram pequenos lucros positivos ou pequenos aumentos de ganhos como *proxy* de gerenciamento de resultado, observou-se uma relação significativa das despesas na subamostra de gestão de ganhos, em comparação com a subamostra de gestão de resultados. Descobriram que há uma aderência de gastos significativamente maior na subamostra de não gerenciamento de resultado do que na subamostra de gerenciamento de resultados, o que indica que os gerentes preferem reduzir mais despesas em razão da pressão de reportar mais lucros. Ao dividir as despesas em P&D (Pesquisa e Desenvolvimento), publicidade e outras despesas gerais, verificou-se que os gerentes controlam as despesas, principalmente pela diminuição das despesas gerais. Sobre os efeitos da interação entre gerenciamento de resultados e governança corporativa sobre a rigidez das despesas, os resultados empíricos mostram que as boas práticas de governança corporativa podem reduzir, ainda mais, a rigidez dos custos, embora seu efeito não seja tão forte quanto o do gerenciamento de resultados.

Elghuweel et al. (2017) pesquisaram o impacto dos mecanismos de governança corporativa e da crença religiosa islâmica sobre o gerenciamento de resultados em Omã. A amostra da pesquisa foi constituída por 116 empresas, entre os anos de 2001 e 2011, somando 1.152 observações no período. Os resultados evidenciaram que, em média, as corporações que adotam práticas de governança corporativa tendem a envolver-se significativamente menos com o gerenciamento de resultados em comparação com aquelas que não utilizam tais práticas. Também, que as corporações como maior comprometimento em incorporar crenças e valores religiosos islâmicos em suas operações, por meio do estabelecimento de um comitê islâmico de governança, tendem a se envolver significativamente menos com o gerenciamento de resultados



em comparação com as empresas que não adotam o comitê. Por fim, não há nenhuma evidência de que o tamanho do conselho, o tamanho da empresa de auditoria, a presença de um comitê de GC e a diversidade de gênero do conselho tenha qualquer relação significativa com o gerenciamento de resultados.

Na literatura nacional, Barros et al. (2013) investigaram a associação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados contábeis em empresas brasileiras de capital aberto. A amostra do estudo compôs 108 empresas listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2008, 2009 e 2010. Como aproximação para a Governança Corporativa, utilizou-se o índice amplo proposto por Da Silva e Leal (2005). Como *proxy* de gerenciamento de resultados, utilizaram-se os *accruals* discricionários estimados a partir do modelo proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995). Como variáveis de governança corporativa, utilizaram: tamanho, alavancagem financeira e desempenho. A hipótese testada foi de que mecanismos de governança corporativa atuam como inibidores do gerenciamento de resultados contábeis. Os resultados indicaram que a intensidade de gerenciamento de resultados é menor em empresas que apresentam presença mais marcante de atributos de governança corporativa. Tais resultados corroboram as discussões sobre a presença de um *trade-off* entre estruturas de governança corporativa e escolhas contábeis direcionadas a gerenciar resultados contábeis.

Erfurth e Bezerra (2012) pesquisaram se o aumento do nível de governança corporativa influencia ao gerenciamento de resultados. Tendo por hipótese que o aumento do nível de governança corporativa indica uma possível diminuição no gerenciamento de resultados. A amostra foi composta pelas empresas listadas na Bovespa nos diferentes níveis de governança, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, no período de 2001 a 2007, totalizando 46 empresas analisadas. Os resultados demonstraram que um maior nível de governança não significa necessariamente um menor grau de gerenciamento de resultados. O novo mercado foi considerado o nível de governança corporativa com menor gerenciamento de resultados contábeis. Sendo que este nível apresentou maior gerenciamento nas empresas com maiores índices de lucratividade.

Konraht et al. (2016) pesquisaram se as empresas listadas nos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa estão menos propensas a gerenciar os seus resultados do que as empresas não listadas nestes segmentos. A amostra foi composta por 249 empresas, o que totalizou 1.245 observações no período de 2009 a 2013. Os resultados indicaram que não existe relação entre a governança corporativa e o alisamento de resultados contábeis, ou seja, empresas listadas nos segmentos especiais de governança corporativa não alisam resultados em proporção e intensidade inferior às não listadas nestes segmentos, mais sim, que as empresas pertencentes

e não pertencentes aos níveis de governança corporativa alisam resultados em proporção e intensidade iguais, o que não confirma a teoria que envolve a governança corporativa e o gerenciamento de resultados contábeis.

Portanto, nota-se um expressivo número de estudos (ABBADI, HIJAZI, e AL-RAHAHLEH, 2016; CHEN e ZHANG, 2012; CORNETT, MARCUS e TEHRANIAN, 2008; ELGHUWEEL, et al., 2017; GULZAR e ZONGJUN, 2011; IRAYA, MWANGI e MUCHOKI, 2015; MARRA et al., 2011; MULYADI e ANWAR, 2015; UWUIGBE, PETER, e ANJOLAOWA, 2014; BARROS et al., 2013) que indicam que a governança minimiza a prática de gerenciamento, por outro lado, isso não é unânime como demonstram os resultados de Erfurth e Bezerra (2012) e Konraht et al. (2016).

3 PERCURSO METODOLÓGICO

Quanto aos objetivos trata-se de uma pesquisa descritiva. Em relação aos procedimentos caracteriza-se como bibliográfica e documental. Quanto à abordagem do problema é quantitativa. A amostra desta pesquisa é composta por empresas brasileiras de capital aberto do segmento de energia elétrica, listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no período de 2012 a 2015. A amostragem classifica-se como não probabilística.

A amostra inicial é representada por 29 empresas do segmento de energia elétrica com capital aberto na BM&FBOVESPA. E ao final se restringe as empresas com as informações necessárias para a realização do cálculo das variáveis da pesquisa, conforme os critérios da Tabela 1.

Tabela 1: Amostra da Pesquisa

Descrição da amostra	Empresas	%
Amostra inicial	29	100,00%
(-) Empresas sem níveis de governança definidos	-13	-44,82%
(=) Amostra Final	16	55,17%

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Verifica-se, na Tabela 1, que a amostra final do estudo compreende 16 empresas, aproximadamente 55% da inicial. A exclusão das 13 empresas deu-se pelo fato de não possuírem um nível de governança definido (N1, N2 e NM).

A coleta de dados deu-se a partir das demonstrações contábeis das empresas de energia elétrica listadas na BM&FBOVESPA entre os anos de 2012 a 2015. Os dados foram extraídos das Demonstrações Financeiras Padronizada, no *website* da BM&FBOVESPA. A partir dos dados foram calculadas as variáveis empregadas na pesquisa, conforme Tabela 2.

Tabela 2: Variáveis da pesquisa

Variável	Fórmula	Descrição
Índice de Eckel	$IE = \frac{CV\Delta\% \text{ LUCRO LÍQUIDO}}{CV\Delta\% \text{ VENDAS}}$	Evidencia a prática de suavização de resultados das empresas.
Nível de Governança Corporativa	N1 = 1; N2 = 2 e NM = 3	Identifica o nível de informações obrigatórias para que a empresa participe de determinado nível.
Retorno sobre o Ativo (ROA)	Lucro Operacional / Ativo Total	Evidencia o desempenho operacional que é gerado pela empresa.
ENDIVIDAMENTO	Patrimônio Líquido/Ativo Total	Caracteriza-se pelo grau em que o ativo é financiado por capital de terceiros, como empréstimos.
ATIVO	Logaritmo natural do ativo total	Ativo é um recurso controlado pela entidade, do qual se esperam resultados econômicos futuros para a mesma.

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

A variável dependente do estudo é o Índice de Eckel, como variável independente o Nível de Governança Corporativa e como variáveis de controle: ROA, Endividamento e Tamanho do Ativo.

Com o propósito de responder à questão da pesquisa, utilizou-se a técnica estatística de dados em painel. Conforme Baltagi (2005), os dados em painel permitem aos pesquisadores obter estimativas confiáveis e encontrar e estimar efeitos que séries temporais e *cross-sections* não são capazes de detectar, isoladamente. Esse estudo conduziu os seguintes testes: dados em painel de efeitos fixos, dados em painel de efeitos aleatórios e mínimos quadrados ordinários (OLS). Os modelos de dados em painel e os testes estatísticos foram realizados com o auxílio do software Gretl 1.9.9.

A Equação 1 ilustra o modelo utilizado no estudo, considera o Índice de Eckel (variável dependente) como uma *proxy* para a prática de suavização de resultado e o modelo como de efeitos fixos.

$$IE = \alpha_1 + NGC.\alpha_2 + ROA.\alpha_3 + TAMemp.\alpha_4 + END.\alpha_5 + \mu \quad (1)$$

Onde:

IE = Índice de Eckel

NGC = Nível de Governança Corporativa

ROA = Retorno sobre o ativo;

END = Endividamento;

TAMemp = Tamanho da Empresa;

α = parâmetro regresso; e

μ = erro residual.

O modelo de Eckel (1981) parte da premissa de que as receitas e os custos são lineares ao longo do tempo. Assim, crescem ou diminuem na mesma proporção, porém, quando essa relação não ocorre, existe alguma interferência dos executivos para suavizarem os resultados. Para verificar essa relação entre lucro e receita, são utilizados os coeficientes de variação do lucro e das receitas de vendas, em percentuais. Quando o coeficiente do lucro for menor que o da receita, demonstra-se que a empresa está interferindo de maneira artificial nos lucros suavizando-os. A definição do autor é apresentada na Equação 2:

$$CV\Delta\% \text{ Lucro Líquido} \leq CV\Delta\% \text{ Vendas} = \text{Suavização} \quad (2)$$

Em que;

$$CV\Delta\% \text{ Lucro Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}_t - \text{Lucro Líquido}_{t-1}}{\text{Lucro Líquido}_{t-1}}$$

$$CV\Delta\% \text{ Vendas} = \frac{\text{Receita}_t - \text{Receita}_{t-1}}{\text{Receita}_{t-1}}$$

A partir desses dados, calcula-se a suavização de resultados, expressa pela fórmula do índice de Eckel (IE), conforme Equação 3:

$$IE = \frac{CV\Delta\% \text{ LUCRO LÍQUIDO}}{CV\Delta\% \text{ VENDAS}}$$

Ismail, Kamarudin e Ibrahim (2005) implementaram o modelo de Eckel ao excluir companhias com um Coeficiente de Variação de resultado entre 0,9 e 1,1 considerando estas empresas como integrantes de uma área cinzenta. A área cinza diz respeito às empresas que possuem índice não conclusivo, por apresentar uma diferença muito pequena entre os dois coeficientes, reduzindo assim possíveis erros de classificação. Essa área cinzenta é representada pela Figura 1:

0,9 <	CVΔ% LUCRO / CVΔ% VENDAS	< 1,1
Gerenciadores	Área cinzenta	Não gerenciadores

Figura 1: **Interpretação do Modelo de Eckel**

Fonte: adaptado de Ismail, Kamarudin e Ibrahim (2005)

Dessa forma, se o índice obtido for menor que 0,9, a empresa realiza suavização de resultados e, se o índice for maior que 1,1, a empresa não usa a suavização de resultados. Todavia, nesse estudo, adotou-se uma modificação no modelo original de Eckel (1981), diferentemente dos estudos anteriores (Michelson, Jordan-Wagner & Wootton, 1995, Bao & Bao, 2004, Ismail, Kamarudin & Ibrahim, 2005), em que as empresas eram classificadas de forma qualitativa. Optou-se pela utilização do coeficiente de variação de Eckel (1981) como uma métrica convencional. Essa escolha deveu-se, principalmente, por considerar que a

classificação tradicional poderia distorcer algumas conclusões, uma vez que empresas com índices de 1,2 ou 10,9, por exemplo, eram tratados em um mesmo nível.

4 ANÁLISE DE DADOS

Inicialmente são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis estudadas, conforme a Tabela 3.

Tabela 3: Análise descritiva

Variáveis		2012	2013	2014	2015
Índice de Eckel	Média	-1,04	-0,06	0,23	0,11
	Desvio Padrão	7,93	3,62	3,15	2,44
	Coefficiente de Variação	-7,62	-56,56	13,66	22,73
ROA	Média	0,20	0,24	0,18	0,32
	Desvio Padrão	2,50	2,93	3,22	2,85
	Coefficiente de Variação	12,27	12,20	17,90	8,91
Endividamento	Média	0,57	0,58	0,58	0,60
	Desvio Padrão	0,11	0,14	0,16	0,17
	Coefficiente de Variação	0,20	0,24	0,27	0,28
Ativo Total	Média	12.017.203	11.807.652	12.249.260	13.196.837
	Desvio Padrão	8.572.189	7.058.318	7.682.885	9.021.234
	Coefficiente de Variação	0,71	0,60	0,63	0,68

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

A fim de segregar os elementos da amostra em dois grupos: Empresas suavizadoras e empresas não suavizadoras de resultados, utilizou o índice obtido a partir do Modelo de Eckel (1981). Com os índices encontrados, calculou-se a média para cada ano, retratada na Tabela 3.

Ao analisar os resultados, verifica-se que o índice médio de Eckel encontrado, em todos os anos, ficou abaixo de 0,9, ou seja, a variação dos lucros foi menor que a variação das receitas, evidenciando, portanto, indícios de que os administradores interferiram nos lucros, suavizando-os. No ano de 2012 observa-se uma maior tendência ao gerenciamento de resultados, pois o índice médio ficou em -1,04. Em 2013 e 2014 esta disposição diminuiu em relação ao ano de 2012 e as médias foram de -0,06 e 0,23, respectivamente. Todavia, no ano de 2015 a tendência ao gerenciamento de resultados voltou a ser crescente, em relação a 2014, apresentando um índice médio de 0,11.

O ROA evidencia o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma entidade em seus ativos para consecução de suas atividades. Desta forma, possibilita a mensuração da rentabilidade conjunta dos recursos próprios e de terceiros utilizados para financiamento das atividades da empresa, ou seja, mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis.



Jensen e Murphy (1990) argumentam que o interesse dos acionistas é de que a administração se preocupe em maximizar o valor da empresa proporcionando retornos adequados. Entretanto, a ação dos gestores esbarra, inevitavelmente, nos custos e benefícios que o exercício de determinada decisão poderá acarretar aos benefícios privados dos próprios gestores (conflito de agência). Dessa forma, entende-se que esta variável pode influenciar a prática de gerenciamento de resultados, sendo inserida como uma variável de controle nesta pesquisa. Na Tabela 3, é possível observar o comportamento do nível médio do retorno sobre o ativo (ROA) das empresas que compõem a amostra estudada.

No ano de 2012 o índice médio de retorno sobre o ativo foi de 0,20. Em 2013 passou a representar 0,24. O ano de 2014 foi o que apresentou o menor índice de ROA, 0,18 e o ano de 2015 foi o que apresentou o maior índice, 0,32. Os coeficientes de variação do ROA, de todos os anos, demonstram que as empresas pesquisadas apresentaram comportamento homogêneo quanto aos retornos sobre o ativo.

Outra variável inserida na pesquisa foi o endividamento das empresas, pois, de acordo com trabalho de Defond e Jiambalvo (1994), um alto nível de dívida pode contribuir para o gerenciamento de resultados, com objetivo de aumentar os lucros para evitar uma falência. Entende-se que esta é uma variável essencial em estudos sobre o gerenciamento de resultados.

O índice médio de endividamento das empresas em 2012 era de 0,57. Em 2013 teve um pequeno aumento passando a representar 0,58, mantendo-se em 2014. O ano de 2015 foi o que apresentou a maior média de endividamento, 0,60. Dessa forma, evidencia-se que as empresas apresentaram nível de endividamento estável, com pequeno crescimento de 5% de 2012 para 2016.

O tamanho da empresa, representado pelo total de ativos, também se constituiu como uma variável de controle, visto que estudos anteriores já comprovaram que esta variável pode exercer influência nas práticas de gerenciamento de resultados. Watts e Zimmerman (1986) defendem que empresas de maior porte tem maior visibilidade junto aos investidores, devido sua magnitude, o que desestimularia a prática de gerenciamento de resultados face ao custo político resultante. Lobo e Zhou (2006) conjecturam que empresas maiores têm mais complexidade na condução de suas operações o que tornaria a manipulação de resultados mais difícil de ser detectada por analistas ou investidores. Entretanto, sob o ponto de vista empírico, existem evidências de que esta relação é negativa tanto em pesquisas internacionais (BOWEN, RAJGOPAL e VENKATACHALAM, 2008; BEKIRIS e DOUKAKIS, 2011) quanto nacionais (NARDI e NAKAO, 2009).

Diante disso, usou o ativo total como variável de controle, tendo em vista sua relação com o gerenciamento de resultados. As empresas analisadas apresentaram ativos totais, em média, de R\$ 12,017 bilhões, em 2012. Em 2013 registraram redução, passando o ativo médio a ser de R\$ 11,807 bilhões. Em 2014 aumentou para R\$ 12,249 bilhões e em 2015, último ano da série, ficou em R\$ 13,196 bilhões. Apresentando pouca oscilação no período analisado.

Para verificar se existe relação entre as variáveis da pesquisa, isto é, para saber como duas variáveis variam conjuntamente, realizou-se uma análise de correlação, a qual está disposta na Tabela 4.

Tabela 4: Correlação entre as variáveis da pesquisa

	Índice de Eckel	ROA	Endividamento	Total Ativos	Níveis de Governança
Índice de Eckel	1				
ROA	-0,008	1			
Endividamento	-0,135**	0,034	1		
Total Ativos	-0,012	0,138**	0,082	1	
Níveis de Governança	-0,098	-0,200***	0,296***	0,038	1

Nota: ** Sig = 5%; *** Sig = 1%.

Fonte: Dados da pesquisa (2020)

Os resultados evidenciaram uma relação negativamente significativa ($< 0,05$) entre o índice de Eckel e o grau de endividamento das empresas (-0,135). As empresas mais endividadas foram as que apresentaram os menores escores do índice de Eckel. Dessa forma, tendo em vista que quanto menor é este índice, maior é o grau de suavização dos resultados há indícios que empresas com maiores índices de endividamento foram as que apresentaram maiores níveis de gerenciamento de resultados, ou seja, quanto maior o nível de endividamento, maior é o uso de métodos contábeis à margem do alinhamento normativo para suavizar os seus resultados.

No que tange à variável desempenho (ROA), os resultados indicam uma relação positivamente significativa (0,138) em relação ao tamanho da empresa (ativo total). Isto significa que as empresas que apresentam melhor desempenho são as que possuem maiores ativos, ou seja, há uma relação direta entre estas duas variáveis. Ao examinar a correlação entre o desempenho da empresa (ROA) e o nível de governança corporativa verificou-se uma relação negativamente significativa (-0,200), ou seja, quanto maior o nível de governança menor é o desempenho apresentado pela empresa. Isso quer dizer que é provável que as empresas do Nível 1 são as que possuem, na amostra analisada, maior rentabilidade em relação aos demais Nível de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA.

Os resultados da correlação entre o endividamento e o nível de governança corporativa demonstram que há uma relação direta entre estas duas variáveis (0,296). Quanto maior é o

nível de governança, maior a probabilidade das empresas se endividarem. Uma possível justificativa pode ser o fato de que quanto maior o nível de governança maior acesso ao crédito essas companhias têm, por isso a concentração de capital de terceiros tende a ser maior.

Na Tabela 5 estão expressos os resultados do teste do Fator de Inflação de Variância (VIF).

Tabela 5: Teste VIF

Variáveis	VIF
Níveis de Governança	1,062
Total Ativos	1,062
Roa	1,087
Endividamento	1,011

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Em relação ao VIF (*Variance Inflation Factor*), observa-se que todas as variáveis apresentaram escores entre 1 e 10, fornecendo indícios da inexistência de problema de colinearidade.

A Tabela 6 apresenta os resultados dos testes de Chow, Brusch-Pagan e Hausman. A análise de regressão com dados em painel possui três abordagens distintas: *Pooled*, modelos de efeitos fixos e modelos de efeitos aleatórios. Para a definição do método de dados em painel adequado foram utilizados os seguintes testes: 1) entre o *Pooled* e o modelo de efeitos fixos, utilizou-se o teste de Chow; 2) para a verificação da adequação dos parâmetros do modelo para os efeitos aleatórios, aplicou-se o teste de Breusch-Pagan; 3) e para verificar qual o estimador mais adequado entre os modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios, utilizou-se o teste de Hausman.

O Teste de Chow verifica se o modelo *Pooled* é mais indicado que o de efeitos fixos, se for significativa a 5% ($p\text{-value} < 0,05$), o modelo de efeitos fixos é melhor que o *Pooled*. O Teste Breusch-Pagan determina se devemos utilizar o modelo *Pooled* ou o de efeitos aleatório, se for significativa a 5% ($p\text{-value} < 0,05$) o modelo *Pooled* é o mais indicado. Depois, para escolher entre os métodos de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios, o teste utilizado é o de Hausman. Se o resultado for significativa a 5% ($p\text{-value} < 0,05$), o método indicado é o de efeitos fixos, se não, os dois métodos são adequados, ou seja, suas estimativas são semelhantes. Neste caso usa o método de efeitos aleatórios, por ser mais eficiente para as estimações (CHAN et al., 2009)

Os testes apontaram o modelo *Pooled* como o mais adequado para a amostra em estudo, conforme Tabela 6.

Tabela 6: Testes de Chow, Brusch-Pagan e Hausman

Teste	<i>p-value</i>
Teste Chow	0,3364
Teste Breusch-Pagan	0,1912
Teste de Hausman	0,1032

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Para verificar a relação das variáveis explicativas com o índice de suavização de resultados utilizou-se a análise de dados em painel pelo método *Pooled* (agrupado), calculando uma regressão linear múltipla, cuja variável dependente constitui-se do índice de Eckel e as variáveis independentes foram: o nível de governança (N1, N2 e NM), o total dos ativos, o ROA e o endividamento das empresas.

Tabela 7: Resultado da análise de dados em painel – método *Pooled* – 2012 a 2015

Variável dependente: Índice de Eckel		
Variáveis Significativas	Coefficiente	Estatística t
Variáveis Independentes		
Níveis de Governança	-1,5262***	-3,4595
Ativos	0,2441**	2,142
ROA	-0,2636	-1,3289
Endividamento	-0,0500	-0,236
Constante	-2,0851	-1,3080
R-quadrado Ajustado	11,32%	
F	0,0258	

Nota: ** Sig = 5%; *** Sig = 1%.

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Os resultados encontrados mostram que o nível de governança tem uma relação inversa com o índice de Eckel. Isto significa que quanto mais elevado é o nível de governança corporativa em que a empresa está listada, menores são os escores do índice de Eckel. Dessa forma, tendo em vista que quanto menor é este índice, maior é o grau de suavização dos resultados, as empresas pertencentes aos mais elevados níveis de governança corporativa foram as que apresentaram os maiores níveis de gerenciamento de resultados, ou seja, quanto mais elevado o nível de governança a que elas pertencem, maior é o esforço deliberado para divulgar informações de modo a transmitir uma redução artificial da variabilidade do fluxo de resultados. Pode-se inferir assim, que algumas empresas podem utilizar o fato de pertencerem a segmentos mais elevados, como o Novo Mercado, por exemplo, como uma "cobertura" para a discricionariedade dos seus gestores.

Quanto à variável, Tamanho da Empresa (total dos ativos), os resultados indicaram uma relação positivamente significativa, ou seja, quanto maior é o montante dos ativos, maior é o índice de Eckel, o que evidencia uma menor tendência da empresa em suavizar os resultados.



Em relação ao desempenho (ROA) e o grau de endividamento, tais variáveis não se mostraram estatisticamente significativas, isto é, na amostra analisada, o endividamento e o desempenho não explicam a variação no índice de Eckel, pois, no conjunto das variáveis, não exerceram um impacto considerável.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve por objetivo principal analisar a relação entre a prática de gerenciamento de resultados e o nível de governança corporativa de empresas do segmento de energia elétrica da BM&FBOVESPA. Ao analisar a base de informações contábeis trimestrais divulgadas, entre os anos de 2012 e 2015, pelas empresas que formaram a amostra da pesquisa, foi possível observar uma relação inversa entre os níveis de Governança Corporativa e o gerenciamento de resultados contábeis, ou seja, as empresas listadas nos mais elevados níveis de Governança Corporativa foram aquelas que apresentaram os menores índices de Eckel, evidenciando assim, um maior grau de suavização de seus resultados.

Diante desses resultados, pode-se questionar a efetividade dos níveis de governança corporativa como indutores de menor assimetria informacional e de melhoria da qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas, em relação ao gerenciamento de resultados. E evidenciam que estes níveis não exerceram influência sobre a qualidade das informações contábeis, no que se refere a suavização de resultados, convergindo com os resultados de Erfurth & Bezerra (2012) e Konraht et al. (2016).

É importante ressaltar, que este achado, de certa forma, é contrário ao que a literatura e o mercado esperam que ocorra com as empresas que adotam as melhores práticas de governança, isto é, que elas não gerenciem seus resultados, tendo em vista que ao aderirem aos padrões de governança corporativa deveriam assumir uma postura ativa em relação a valores como transparência, integridade das informações, conformidade com a regulação e a adoção de modelos confiáveis de gestão (Rosseti & Andrade, 2009), pautando-se na busca de fortalecimento do mercado acionário à medida que procurassem minimizar os potenciais conflitos de interesse e a assimetria de informações existentes entre os agentes partícipes da empresa, visando a maximização do valor da organização e, conseqüentemente, maior retorno aos acionistas. Portanto, os resultados lançam uma importante reflexão sobre a eficiência dos níveis de governança corporativa adotados pela BM&FBOVESPA, uma vez, que notoriamente, não atendem a prerrogativa de proteção dos investidores em relação as práticas discricionária dos executivos.



Os achados da pesquisa, também, indicam uma relevante limitação na aplicação empírica da Teoria da Agência, uma vez que, esperava-se que a adoção de mecanismos que controlassem as ações dos gestores minimizaria seu comportamento oportunista, porém, isso não pode ser confirmado na prática, pelo menos na amostra analisada. Os resultados poderiam induzir a duas possíveis explicações: i) que setores fortemente regulados, como o caso do segmento de Energia Elétrica, os níveis de governança são muito mais uma formalidade que propriamente um *enforcement* a restrição discricionária dos gestores; e ii) a participação em níveis mais elevados de governança seriam uma forma de obscurecer o comportamento oportunista dos executivos.

Além do nível de governança corporativa a pesquisa também contemplou outras variáveis independentes como: o tamanho da empresa, o desempenho (ROA) e o endividamento, com o objetivo de detectar quais delas apresentam maiores contribuições para explicar o comportamento da variação do índice de Eckel. A análise dos valores dos coeficientes de regressão permitiu concluir que quanto maior é a empresa menor é a tendência em suavizar os resultados. Os valores encontrados para o desempenho e o endividamento não tiveram relevância estatística na explicação da variação do índice de Eckel, ou seja, tais variáveis não tem poder significativo para explicar a variável dependente, não sendo, portanto, um aspecto determinante para a prática de suavização de resultados.

Ressalta-se que os achados da presente pesquisa estão limitados à amostra, aos períodos pesquisados e, evidentemente, às variáveis investigadas. Por oportuno, como sugestão para pesquisas futuras sugere-se o estudo desta abordagem em outros segmentos de forma a promover um aprofundamento sobre este assunto, até mesmo com a aplicação de outros modelos que permitam, por meio de inclusão de outras variáveis de controle, mais investigações sobre o gerenciamento de resultados na modalidade *Income Smoothing*.

REFERÊNCIAS

- ABBADI, S.; HIJAZI, Q.; AL-RAHAHLEH, A. Corporate Governance Quality and Earnings Management: Evidence from Jordan. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 10, n. 2, p. 54–75, 2016. Disponível em: <<http://ro.uow.edu.au/aabfj/vol10/iss2/4/>>. .
- ANDRADE, Adriana; ROSSETI, Jose Paschoal. **Governança Corporativa** Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. São Paulo: Atlas, 2009
- ANTÔNIO, S.C.F. **O alisamento de resultados e a divulgação voluntária da informação:** Estudo de caso para o Grupo Portucel – Soporcel. Dissertação (Mestrado). IPL – Escola superior de tecnologia e gestão, Instituto Politécnico de Leiria, Leiria. 2012.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 2005.

- BAO, Ben-Hsien; BAO, Da-Hsien. Income smoothing, earnings quality and firm valuation. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 31, n. 9-10, p. 1525-1557, 2004.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. DE. A Relação Entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados Em Empresas Brasileiras. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 19, n. 1976, p. 27–39, 2013. Disponível em: <<http://revistas.usp.br/rco/article/view/55509>>. .
- BEKIRIS, F. V.; DOUKAKIS, L. C. Corporate Governance and accruals earning management. **Managerial and Decision Economics**, v. 32, p. 439-356. 2011.
- BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Bolsa de Mercadorias e Futuros Bolsa de Valores de São Paulo, São Paulo. 2015.
- BM&FBOVESPA. **Informe Técnico - MAIO/2014 - Ações mais Lucrativas - No Mês**. Bolsa de Mercadorias e Futuros Bolsa de Valores de São Paulo, São Paulo. 2014.
- BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. (2008). Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 2, p. 351-405. 2008.
- CASTRO, M. A. R. **Análise do alisamento de resultados contábeis nas empresas abertas brasileiras**. 2008. Dissertação (Mestrado) Programa Pós-graduação em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, Universidade Federal da Bahia, Salvador.
- CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de Capital no Brasil. **RAM. Revista de Administração Mackenzie (Online)**, v. 10, n. 6, p. 25–46, 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1678-69712009000600004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt>. .
- CHAN, B.; FÁVERO, L. P. L.; DA SILVA, F. L.; BELFIORE, P. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Elsevier, 2009.
- CHEN, J. J.; ZHANG, H. The Impact of the Corporate Governance Code on Earnings Management - Evidence from Chinese Listed Companies. **European Financial Management**, v. 20, n. 3, p. 596–632, 2012.
- CHI, C. W.; HUNG, K.; CHENG, H. W.; TIEN LIEU, P. Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance. **International Review of Economics & Finance**, v. 36, p. 88–98, 2015. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S105905601400183X>>.
- CORNETT, M. M.; MARCUS, A. J.; TEHRANIAN, H. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 357–373, 2008.
- DA SILVA, André Luiz Carvalhal; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.
- DUARTE, S. de O. **Informação S/A: O valor da comunicação para as companhias abertas e para investidores**. São Paulo, Saraiva: Letras & Lucros. 2008.
- DEFOND M. L., & JIAMBALVO J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 1, p. 145-176. 1994.
- ECKEL, N. The Income Smoothing hypothesis revisited. **Abacus**, v. 17, n. 1, p. 28-40. 1981.

- ELGHUWEEL, M. I.; NTIM, C. G.; OPONG, K. K.; AVISON, L. Corporate governance, Islamic governance and earnings management in Oman. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 7, n. 2, p. 190–224, 2017. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/JAEE-09-2015-0064>>.
- ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, n. 1, 2012. Disponível em: <<http://revistas.unisinos.br/index.php/base/article/view/base.2013.101.03>>. .
- FARIA, J. A.; OLIVEIRA, M.C.P; LOPES, L. M. S. Contabilidade com Criatividade ou Contabilidade sem Confiabilidade? O Papel do Contador de Micro e Pequenas Empresas no Gerenciamento de Resultados. In: XX Congresso Brasileiro de Custos. **Anais...** Uberlândia, MG. 2013.
- FRANÇA, J. A. DE; SANTOS, S. I. F. DOS; SANDOVAL, W. S.; SANTOS, Á. P. DOS. Estrutura de financiamento das firmas de energia elétrica no Brasil : uma abordagem à Pecking Order Theory (POT). **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 27, p. 58–70, 2016.
- FUJI, A. H.; CARVALHO, L. N. G. *Earnings Management* no contexto bancário brasileiro. In: 5º Congresso USP Controladoria e Contabilidade. **Anais ...** São Paulo, SP, FEA/USP. 2005.
- GOULART, A. M. C. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil**. 2007. Tese (Doutorado em Contabilidade e Atuária). Programa de Pós-graduação em Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- GULZAR, M. A.; ZONGJUN, W. Corporate Governance Characteristics and Earnings Management: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, v. 1, n. 1, p. 133, 2011. Disponível em: <<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijafr/article/view/854>>. .
- IRAYA, C.; MWANGI, M.; MUCHOKI, G. The effect of corporate governance practices on earning management of company listed at the Nairobi securities exchange. **European Scientific Journal**, v. 11, n. 1, p. 169–178, 2015.
- ISMAIL W. A.; KAMARUDIN K. A.; IBRAHIM M. K. Income Smoothing and Market Perception of Accounting Numbers: An Empirical Investigation of Extraordinary Items, **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 13, n. 1, p. 49-70. 2005.
- JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of political economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.
- KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.
- KONRAHT, J. M.; SOUTES, D. O.; ALENCAR, R. C. DE. A relação entre a governança corporativa e o alisamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de contabilidade e controladoria**, v. 8, n. 1, p. 47–65, 2016.
- LOBO, Gerald J.; ZHOU, Jian. Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial evidence. **Accounting horizons**, v. 20, n. 1, p. 57-73, 2006.
- LYRA, I. X. M.; MOREIRA, R. L. Alisamento de resultados nas empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. **Revista Contabilidade e Controladoria**. v. 3, n. 2, p.

78-93. 2011.

MARRA, A.; MAZZOLA, P.; PRENCIPE, A. Board monitoring and earnings management pre- and post-IFRS. **International Journal of Accounting**, v. 46, n. 2, p. 205–230, 2011. University of Illinois. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.intacc.2011.04.007>>. .

MARTINEZ, A. A. L. AL. “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. **Tese de Doutorado**, p. 154, 2001. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/%5Cnhttp://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/pt-br.php%5Cnhttp://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/publico/tde.pdf>>. .

MARTINEZ, A. L. Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do *income smoothing* no Brasil. **Revista Universo Contábil**. v. 2, n. 1, p. 09-25. 2006.

MICHELSON, S. E; JORDAN-WAGNER, J; WOOTTON, C.W. A Market Based analysis of income smoothing. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 22, n. 8, p. 1179–1193. 1995.

MULYADI, M. S.; ANWAR, Y. Corporate Governance, Earnings Management and Tax Management. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, v. 177, n. July 2014, p. 363–366, 2015. Elsevier B.V. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1877042815017152>>.

NARDI, P.C.C; NAKAO, S.H. Gerenciamento de Resultados e a Relação com o Custo da Dívida das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Anais ... XXXIII Encontro da Anpad**. São Paulo, SP, 2009.

OECD. **Corporate Governance A SURVEY OF OECD COUNTRIES**. 2004.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>>. .

SILVEIRA, A. D. M. DA; BARROS, L. A. B. DE C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50–64, 2003.

UWUIGBE, U.; PETER, D. SUNDAY; ANJOLAOWA, O. the Effects of corporate governance mechanisms on Earnings Management of Listed Firms in Nigeria. **Asian Economic and Financial Review**, v. 5, n. 2, p. 218–228, 2014. Disponível em: <<http://www.pakinsight.com/archive/3/02-2015/2>>.

WATTS, R; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall. 1986.

WAWERU, N. M.; RIRO, G. K. Corporate Governance, Firm Characteristics and Earnings Management in an Emerging Economy. **Journal of Applied Management Accounting Research**, v. 11, n. 1, p. 43–64, 2013.

XIE, B.; DAVIDSON, W. N.; DADALT, P. J.; DAVIDSON III, W. N.; DADALT, P. J. Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 3, p. 295–316, 2003. Disponível em: <<http://www.redi->

bw.de/db/ebSCO.php/search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=8929694&site=ehost-live>.

XUE, S.; HONG, Y. Earnings management, corporate governance and expense stickiness.

China Journal of Accounting Research, v. 9, n. 1, p. 41–58, 2016. Sun Yat-sen University.

Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.cjar.2015.02.001>>.