

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

PUC-SP

Valeria Regina Bertoncelo

**A influência dos mecanismos internos da governança corporativa
sobre as práticas de gerenciamento de resultados das instituições
financeiras no Brasil**

Doutorado em Administração

São Paulo

2020

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

PUC-SP

Valeria Regina Bertoncelo

**A influência dos mecanismos internos da governança corporativa
sobre as práticas de gerenciamento de resultados das instituições
financeiras no Brasil**

Doutorado em Administração

Tese apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Administração - área de Concentração, Estratégia e Inovação, sob a orientação do Livre Docente Prof. Dr. José Odílio dos Santos.

São Paulo

2020

Banca Examinadora

AGRADECIMENTO À CAPES

O presente trabalho foi realizado com o apoio da **Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil CAPES** – Código de Financiamento 001.

This study was financed in part by the “Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil CAPES” – Finance Code 001.

NÚMERO DE PROCESSO 88887.147666/2017-00

AGRADECIMENTO

O doutoramento representou uma mudança significativa na minha forma de observar e perceber muitos dos fatos ao meu redor. Contribuiu para que eu me tornasse um indivíduo melhor. Isso foi possível graças a todos aqueles que permearam a minha caminhada por quatro anos. Assim, faço um agradecimento especial ao Prof. Dr. José Odílio dos Santos, que foi o maior incentivador deste projeto de pesquisa, à Banca Examinadora e ao Programa de Pós-graduação da PUC-SP, que me concedeu a bolsa CAPES. Proporcionar essa possibilidade é um valor imensurável para o indivíduo e para a sociedade.

RESUMO

O gerenciamento de resultados associados aos mecanismos de governança corporativa é tema relevante e recorrente na literatura acadêmica. O interesse é dado, principalmente, porque o uso de discricionariedades afeta diretamente o lucro do exercício. Métrica amplamente utilizada para o cumprimento das obrigações contratuais (*debt covenants*), para a avaliação da emissão de ações negociáveis na bolsa de valores, para a composição da remuneração variável do Conselho de Administração e seus respectivos Comitês, para o pagamento de dividendos, etc. Por outro lado, a maioria dos estudos de governança corporativa é baseada em mercados desenvolvidos, como Estados Unidos e Europa. Em países emergentes, como o Brasil, as estruturas de governança corporativa podem divergir significativamente, desde aspectos da estrutura de capital, propriedade e questões culturais até mesmo quanto aos mecanismos internos de governança corporativa. A questão que remanesce nesse contexto é se o uso discricionário de gerenciamento de resultados pode ser minimizado por meio dos mecanismos internos de governança corporativa, para distintos períodos econômicos - expansão e recessão, aplicados para as instituições financeiras no Brasil. Os resultados indicam indícios de gerenciamento de resultados e que os mecanismos internos de governança corporativa têm vieses de simultaneidade.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados, Governança Corporativa e Instituições Financeiras.

ABSTRACT

Earnings management associated with corporate governance mechanisms are relevant and recurring themes in the academic literature. The interest is given mainly because the use of discretion directly affects the profit for the year. Metric widely used for the fulfillment of contractual obligations (debt covenants), for the evaluation of the issue of tradable shares on the stock exchange, for the composition of the variable remuneration of the Board of Directors and their respective Committees, for the payment of dividends, etc. On the other hand, most corporate governance studies are based on developed markets, like United States of America and Europe. In emerging countries, such as Brazil, corporate governance structures can differ significantly, from aspects of capital structure, property and cultural issues and even to internal corporate governance mechanisms. The question that remains in this context is whether the discretionary use of earnings management can be minimized through the internal mechanisms of corporate governance, for different economic periods - expansion and recession, applied to financial institutions in Brazil. The results indicate evidence of earnings management and that the internal mechanisms of corporate governance have simultaneity biases.

Keywords: *Earnings Management, Corporate Governance and Financial Institutions.*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Treze Anos de Publicações sobre a Governança Corporativa e a Teoria da Agência (2005-2018)	23
Quadro 2 - Estrutura de Propriedade e Formas e o Papel da Governança Corporativa	55
Quadro 3 - Variáveis da Dimensão dos Mecanismos Internos da Governança Corporativa	81
Quadro 4 - Segmentação das Instituições - Resolução do Banco Central do Brasil nº 4.553/2017	86

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Testes de Raiz Unitária para Dados em Painel da Variável Lucro Líquido em Cross Section	100
Tabela 2 - Testes de Cointegração - Variáveis dos Fluxos de Caixa de 2014Q2-2018Q4.....	103
Tabela 3 - Testes de Cointegração - Variáveis Discricionárias ou por Provisão de 2014Q2-2018Q4 - Intercepto e Tendência Determinística.....	104
Tabela 4 - Número de Defasagens VEC para o Modelo de Correção de Erros - 2014Q2-2018Q4.....	106
Tabela 5 - Discricionariedades para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2014Q2-2018Q4 – “Sim”	110
Tabela 6 - Discricionariedades para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2014Q2-2018Q4 – “Não”	111
Tabela 7 - Proxy Geral REM (2) - “Sim” para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2016Q2-2018Q4.....	114
Tabela 8 - Proxy Geral REM (2) – “Não” para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2016Q2-2018Q4.....	115
Tabela 9 - Composição da Estrutura de Propriedade - Insiders e Outsiders - Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander - 2014Q1-2018Q4.....	117
Tabela 10 - Características do Segmento de Listagem para a Composição do Conselho de Administração	118
Tabela 11 - Comparativo das Estruturas Organizacionais de Governança Corporativa das Instituições Financeiras.....	121
Tabela 12 - Composição do Conselho de Administração das Instituições Financeiras	123
Tabela 13 - Composição do Conselho Fiscal das Instituições Financeiras.....	124
Tabela 14 - Composição do Comitê de Auditoria das Instituições Financeiras ...	126
Tabela 15 - Composição do Comitê de Remuneração das Instituições Financeiras	127
Tabela 16 - Composição do Comitê de Gestão de Riscos e Capital das Instituições Financeiras	128
Tabela 17 - Remuneração do Conselho de Administração das Instituições Financeiras - valores expressos em milhares de reais	130
Tabela 18 - Estatística Descritiva dos Indicadores ROA e Leverage.....	131
Tabela 19 - Número de Defasagens para o Modelo de Correção de Erros - 2016Q1-2018Q4.....	135

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura Descritiva da Propriedade como Forma de Governança Corporativa 54

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do PIB Nominal - em reais (R\$)	91
Gráfico 2 - Variação do PIB e da SELIC	92
Gráfico 3 - Evolução Trimestral das Receitas de Intermediação Financeira	93
Gráfico 4 - Variação das Receitas de Intermediação Financeira e da taxa SELIC	94
Gráfico 5 - Evolução do Lucro Operacional e do Lucro Líquido das Instituições Financeiras - em reais (R\$)	96
Gráfico 6 - Evolução do Leverage das Instituições Financeiras - 2008Q1-2018Q4	132
Gráfico 7 - Evolução do ROA das Instituições Financeiras - 2008Q1-2018Q4.....	133

LISTA DE ABREVIATURAS

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

CEO(s) - *Chief(s) Executive Officer*

CPS - *CEO Pay Slice* CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DUAL_CEO - Dualidade

EM - *Earnings Management*

EUA - Estados Unidos da América do Norte

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

IND - Independência

OECD - *Organization for Economic Co-operation and Development* (EUA)

OWN - Estrutura de Propriedade

REM - *Real Earnings Management*

ROA - *Return on Assets*

TAM - Tamanho

SEC - *Security and Exchange Commission*

S&P 500 - *Standard & Poor's 500*

VEC – *Vector Error Correction*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
1.1	OBJETIVO DA PESQUISA.....	8
1.2	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DA PESQUISA	9
1.3	METODOLOGIA	10
1.4	LIMITAÇÕES.....	11
1.5	INEDITISMO	11
1.6	ESTRUTURA DA PESQUISA	12
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	13
2.1	BREVE RELATO SOBRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA	13
2.2	RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DA AGÊNCIA.....	18
2.3	TREZE ANOS SOBRE TEORIA DA AGÊNCIA E MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (2005-2018).....	22
2.4	MECANISMOS INTERNOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOB A ÓTICA DA TEORIA DA AGÊNCIA.....	34
2.5	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	60
3	METODOLOGIA	70
3.1	MENSURAÇÃO DAS DISCRICIONARIEDADES.....	71
3.2	VARIÁVEIS DO MECANISMO INTERNO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	76
3.3	VAR - VECTOR AUTOREGRESSION E VEC - VECTOR ERROR CORRECTION.....	83
3.4	AMOSTRA.....	85
4	RESULTADOS.....	89
4.1	EVOLUÇÃO DOS DADOS MACROECONÔMICOS: PIB, TAXA SELIC-CDI E AS RECEITAS DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	90
4.2	TESTES DE RAIZ UNITÁRIA E A SEGREGAÇÃO DOS PERÍODOS DE EXPANSÃO E RECESSÃO ECONÔMICA.....	97
4.3	TESTES DE COINTEGRAÇÃO DOS DADOS EM PAINEL	101
4.4	MODELO DE CORREÇÃO DE ERRO VETORIAL (VEC)	104
4.5	DETECÇÃO DAS PRÁTICAS DE DISCRICIONARIEDADES E GERENCIAMENTO REAL DAS ATIVIDADES.....	109
4.6	VARIÁVEIS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	116
4.7	REM _{VEC} (DAC _{VEC}) + GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	134
5	CONCLUSÃO	139
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	146

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa descreve as estruturas, os processos e as instituições, os quais alocam recursos e poder aos participantes. É todo um conjunto de arranjos legais e institucionais que regulam as atividades econômicas, as estruturas de propriedade, os riscos e os retornos dessas atividades. É a forma como os investidores exigem garantias das suas contribuições em capital financeiro, capital humano ou capital social. É a expectativa de geração de retorno.

Para as ciências sociais aplicadas, em especial, a teoria das organizações, conceitua as instituições de governança por meio de estruturas de poder, redes e cultura. Tem o foco na dinâmica das instituições - de onde elas se originam, como operam, mudam e disseminam além de seus propósitos originais. Nessa concepção, a governança corporativa e suas instituições são como a seguinte ideia: não há lucro que possa ser distribuído entre os participantes por conta de um comportamento exemplar. É uma entre as inúmeras contestações sobre a teoria da agência.

A teoria da agência tem suas raízes nas teorias de Max Weber e no *new institutionalism* da economia: tem ampla aplicabilidade em outras áreas da ciência social aplicada, por se tratar de um modelo geral de estrutura social e de relações. Isso porque a relação de agência é aquela em que um “principal” delega autoridade a um “agente” para executar algum serviço para o principal. É a maior exemplificação contemporânea de uma relação contratual tácita ou não, observada entre clientes e prestadores de serviços, cidadãos e políticos, membros de partidos políticos e líderes partidários, governantes e funcionários estatais, empregadores e empregados, e acionistas e administradores de empresas.

Às vezes, os modelos gerais - teoria da agência - não são capazes de capturar a gama de incentivos em um jogo na arena política (WATERMAN e MEIER, 1998), assim como as estratégias de redução da assimetria de informação variam consideravelmente à medida que se afastam das configurações propostas pelo mercado (WATERMAN e MEIER, 1998; WORSHAM *et al.*, 1997; SHARMA, 1997; BANFIELD, 1975).

Nesse sentido, influentes organizações internacionais convergiram para uma definição de boas práticas de governança corporativa para adoção nas empresas em seus respectivos países. Entre essas organizações, destacam-se: (i) Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD, 2004); (ii) Banco Mundial (2001); (iii) órgãos reguladores de valores mobiliários - SEC e CVM; e (iv) empresas de *rating* e de classificação de governança corporativa.

Alega-se que, para a existência de boas práticas de governança corporativa, é necessária a adoção de mecanismos internos que contribuam para a qualidade e transparência das divulgações. Para isso, defende-se um Conselho de Administração independente, equidade das remunerações dos executivos e participação ativa dos investidores e minoritários. Tais práticas minimizam a eventual adoção das práticas de gerenciamento de resultados, pois funcionam como o monitoramento das atividades dos administradores-executivos, contribuindo para o alinhamento dos interesses entre principal e agente.

Essa perspectiva universalista implicaria que países, cujas empresas adotam práticas explícitas e formais de governança corporativa, superem aquelas que não o fazem (DAINES, GOW e LARCKER, 2010). Isso significa o emprego de diversos mecanismos institucionais internos e externos à organização, os quais são utilizados para remediar as consequências adversas decorrentes da separação entre propriedade e controle das organizações. É propriamente a relação de agência.

Os mecanismos institucionais, ou a estrutura interna da governança, têm o papel de monitoramento das atividades dos executivos do alto escalão das empresas. Consiste em funções e processos que supervisionam e influenciam as ações dos administradores. É o alinhamento dos incentivos, interesses entre principal e agente.

Para a OECD (1999), a governança corporativa tem um papel preponderante para o processo de preparação e divulgação das informações financeiras de forma justa, pois fornece às partes interessadas uma base para exercer seus direitos, a fim de proteger seus interesses.

A divulgação justa das informações está relacionada com os mecanismos internos da governança corporativa, pois têm o papel garantidor do cumprimento dos requisitos mínimos obrigatórios de apresentação, divulgação e credibilidade das informações prestadas, publicadas pela empresa para o público em geral (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995).

Cerca de 15 anos após os primeiros escândalos decorrentes de fraudes praticadas no processo de divulgação das informações financeiras da Enron e do início da Lei Sarbanes-Oxley, nos EUA, em 2008, o mundo vivenciou outra fraude, o caso do Banco Lehman Brothers, com efeitos de contágio para grande parte dos países, dada a escala global da economia.

O país-referência nas práticas de governança e governança corporativa, pela segunda vez, é palco das dúvidas dos seus investidores e do público em geral. Mas, será que as medidas tomadas para melhoria das práticas de governança corporativa não foram suficientes para minimizar tais atitudes desses administradores?

O fato é que grande parte das empresas prestam informações em consonância com as necessidades do mercado e do público em geral; entretanto, o problema central não é necessariamente o conteúdo prestado à divulgação, e, sim, a forma pela qual a Administração cumpre com suas metas de desempenho econômico-financeiro.

As empresas têm a necessidade constante de manter os múltiplos de lucro líquido e outras medidas de desempenho aplicadas a cada segmento de negócio. Além da responsabilidade social da manutenção do nível da atividade econômica de cada país. Esse ambiente de conflitos entre principal-agente é propício para o uso discricionário de práticas de gerenciamento de resultados para o atingimento de metas.

O gerenciamento de resultados não é qualificado como fraude, mas como uso da flexibilização das práticas contábeis, isso porque utiliza o julgamento dos seus administradores e conselheiros para constituir suas reservas e provisões para perdas de maneira geral. Também, é possível o gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais, em que se observa a combinação dos efeitos anormais dos fluxos de caixa, das despesas discricionárias e dos custos de produção. Isso é uma linha tênue que pode encaminhar-se para algo desastroso, como foi a crise do ano 2008.

O mais interessante da falência da Enron e da liquidação do Banco Lehman Brothers é que ambos são setores regulados tanto por agências quanto pelo *Federal Reserve System* - FED, equivalente ao Banco do Central do Brasil, e Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, por exemplo. Muitas vezes, a expectativa é de que setores altamente regulados tenham menor preponderância a essa temática, mas o histórico tem se mostrado um pouco diferente. O excesso do uso de discricionariedades nas atividades da empresa pode contribuir imensamente para a ocorrência de fraudes.

O gerenciamento de resultados associados aos mecanismos de governança corporativa é tema relevante na literatura acadêmica. O interesse é dado principalmente porque o gerenciamento de resultados afeta diretamente o lucro do exercício, cuja métrica é utilizada para o cumprimento das obrigações contratuais (*debt covenants*), para a avaliação da emissão de ações negociáveis na bolsa de valores, para a composição da remuneração variável do Conselho de Administração e seus respectivos Comitês, para o pagamento de dividendos, etc.

O principal impacto é que os resultados têm transações econômicas subjacentes, consignadas nas demonstrações financeiras, mas não claramente identificadas. Os vieses serão observados em períodos futuros, quando o desempenho econômico-financeiro for divergente das estimativas apresentadas.

Grande parte das pesquisas de proposição de modelos de governança corporativa veio de mercados desenvolvidos, como os EUA. Como exemplo, a publicação do artigo seminal de Jensen e Meckling (1976), cujo estudo culminou nas políticas de remuneração dos executivos, do Conselho de Administração e de seus respectivos Comitês. A teoria da agência é extremamente relevante para o exame dos mecanismos de governança corporativa.

Os mercados desenvolvidos produziram modelos de padrão para governança corporativa, em que requerem sua incorporação se participarem de seus mercados de capitais. De fato, acabou por ser uma referência de qualidade na adoção das estruturas de governança corporativa.

Em países emergentes, como o Brasil, as estruturas e os mecanismos de governança corporativa diferem dos mercados desenvolvidos. Essas diferenças vão desde a estrutura de capital e seus custos associados até o contexto de falta de liquidez dos títulos, da

concentração de propriedade, das características culturais, das leis de proteção ao investidor e, também, da participação de fundos soberanos - do governo na economia.

Há uma diversidade de enfoques sobre o tema governança corporativa e seus atributos e/ou mecanismos de controle, como, por exemplo: (i) estrutura do Conselho de Administração, como a dualidade e a proporção de diretores não executivos; (ii) estrutura de capital e financiamento de dívida; e (iii) participações acionárias de diretores executivos e a própria estrutura de propriedade.

Todos os atributos de certa forma foram desenvolvidos para reduzir o conflito principal-agente e como forma reguladora de eventual comportamento oportunista do Conselho de Administração e de seus Comitês, assim como dos principais executivos da Alta Gerência.

Na literatura acadêmica, o comportamento oportunista mais estudado é o de gerenciamento de resultados, cujos principais modelos econométricos, amplamente utilizados em grande parte das pesquisas que têm como base a teoria da agência, foram desenvolvidos em berço de mercados de capitais - EUA.

Destacam-se os estudos seminais de Jones (1991), DeFond e Jiambalvo (1991), Beatty *et al.* (1995), Dechow, Kothari e Watts (1998) e Teoh *et al.* (1998a, 1998b), posteriormente adaptados por Xie *et al.* (2003), Cohen *et al.* (2008) e Yeo *et al.* (2002). Note que as adaptações citadas são exemplificações das pesquisas seminais; portanto, é possível a ocorrência de outros não citados.

A combinação dos modelos de gerenciamento de resultados e dos mecanismos de governança corporativa também é parte de debates constantes na literatura acadêmica, principalmente por conta da existência de um *mix* de resultados.

Alguns indicam baixa significância da combinação dada a relação não linear ou de regressões espúrias, requerendo a aplicação de outros modelos para a obtenção dessa relação causal. A probabilidade para a ocorrência mencionada é de 50%. Mas, mesmo assim, eles permanecem na literatura acadêmica como um dos temas de relevância de estudos. Isso porque requerem o entendimento de quais são as fragilidades dos mecanismos internos de governança e da possibilidade do uso de gerenciamento de resultados.

Os principais modelos teóricos base para o gerenciamento real das atividades e por provisão estão presentes nos artigos seminais de Roychowdhury (2006), Dechow, Kothari e Watts (1998), Cohen *et al.* (2008), Teoh *et al.* (1998a) e Xie *et al.* (2003). São considerados modelos universais, mas requerem, eventualmente, ajustes em face das especificidades do setor bancário. Esses ajustes não alteram sua essência dos modelos teóricos já desenvolvidos.

Para a presente pesquisa, faz-se a utilização dos modelos de Roychowdhury (2006), Dechow, Kothari e Watts (1998), Cohen *et al.* (2008), Teoh *et al.* (1998a) e Xie *et al.* (2003) e agregam-se as variáveis do mecanismo interno de governança corporativa para obtenção de um modelo econométrico, com dados longitudinais.

As variáveis do mecanismo interno de governança corporativa e de interesse constantes nesta pesquisa são o tamanho e a independência do Conselho de Administração, a dualidade do papel do CEO, a composição da estrutura de propriedade em *insiders* e *outsiders*, a existência de concentração e os valores divulgados da remuneração do Conselho de Administração. Estão incluídas, também, as denominadas variáveis de controle: ROA e *Leverage*, como indicadores de ajuste do modelo econométrico, pois são consideradas métricas adequadas para o segmento de instituições financeiras, dadas as

características do setor. Também, são inclusas análises de quebras estruturais dos dados longitudinais em face das características macroeconômicas na economia brasileira, observadas entre os períodos 2006-2014 e 2014-2018.

A questão que remanesce do contexto apresentado é se realmente os mecanismos de governança corporativa produzem alguma redução para as práticas de gerenciamento de resultados. E, eventualmente, se os distintos períodos econômicos - expansão e recessão - têm impacto diferenciado nesses oportunismos.

1.1 OBJETIVO DA PESQUISA

O objetivo geral desta pesquisa é identificar se: (i) há indícios de gerenciamento real das atividades operacionais e por provisão para o segmento das instituições financeiras propostas; (ii) a estrutura dos mecanismos internos de governança corporativa tem efeitos minimizadores para as práticas de gerenciamento de resultados; ou (iii) as variáveis de governança corporativa estão sujeitas a possível viés de simultaneidade.

Com base no objetivo geral da presente pesquisa, a seguir, as hipóteses do estudo:

H₁: Não há eventos específicos - expansão e recessão econômica - que afetem significativamente a previsão dos lucros das instituições financeiras.

H₂: Não há estacionariedade dos dados em painel para a aplicação da estimação do modelo de gerenciamento de resultados.

H₃: Não há indícios de práticas de gerenciamento de resultados por provisão (DAC) para as instituições financeiras em períodos de recessão econômica.

H₄: Não há indícios de práticas de gerenciamento real das atividades (REM) para as instituições financeiras em períodos de recessão econômica.

H₅: As variáveis do mecanismo interno de governança corporativa - o tamanho e a independência do Conselho de Administração (IND), a composição da estrutura de propriedade (OWN) e a dualidade (DUAL_CEO) - não estão sujeitas a possível viés de simultaneidade.

1.2 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DA PESQUISA

A presente pesquisa contribui para os estudos combinados dos atributos de governança e de gerenciamento de resultados, especialmente para o segmento de instituições financeiras de mercados emergentes, no caso, o Brasil.

A especificidade do segmento, os aspectos regulatórios e as características da estrutura de propriedade de grande parte das instituições financeiras - bancos fazem-se interessantes para a pesquisa. Até porque grande parte dos estudos exclui o segmento, dada a necessidade de segregação por tamanho, localização e aspectos macroeconômicos e de mercado de capitais.

Além das especificidades do segmento, os bancos brasileiros apresentam, ano após ano, múltiplos constantes de lucro líquido, independentemente dos efeitos macroeconômicos, corroborando para a potencial probabilidade de gerenciamento de resultados, principalmente devido ao fato de a economia brasileira, embora com grande potencialidade, sofrer significativamente com relação aos aspectos de crise política, à corrupção ativa e passiva e à carência de uma política econômica em longo prazo para melhor percepção dos investidores.

Para Agarwal *et al.* (2007), as práticas de discricionariedade são relacionadas ao tempo necessário para ajustar as operações contraídas e as suas respectivas provisões divulgadas em suas demonstrações financeiras. Os principais incentivos para a ocorrência são as

exigências regulatórias de capital, o deferimento de impostos e a melhoria das métricas de desempenho econômico-financeiro para os investidores.

Outra contribuição relevante é que grande parte dos estudos sobre gerenciamento de resultados é realizada em países cuja economia tem certa estabilidade econômica e política. Para países com grande volatilidade, mudanças político-econômicas requerem a análise das séries temporais em períodos comuns, ou em quebras estruturais que proporcionem o melhor comportamento das séries, como é o caso do Brasil.

1.3 METODOLOGIA

A presente pesquisa quanto à sua abordagem é do tipo quantitativa, em que os métodos empregados envolvem instrumentos de coleta de dados estruturados, quantificação e tratamento por meio de técnicas estatísticas, de regressões múltiplas, com dados em corte transversal (*cross section*), e da adoção de modelos vetores de correção do tipo VAR - *Vector Autoregression* e VEC - *Vector Error Correction*.

Esta pesquisa tem como objetivo a descrição das características do assunto estudado, estabelece relações entre as variáveis, busca saber o entendimento de qual a natureza dessa relação e se pode ser proporcionada uma visão diferente daquela já mapeada.

O método da pesquisa, em sentido amplo, ou a escolha de procedimentos sistemáticos para a descrição e explicação de fenômenos, é do tipo bibliográfico, pois ela é baseada em dados secundários, abrangidos pela busca do referencial teórico-público para o problema de pesquisa proposto. Não configura uma repetição dos temas já estudados, mas, sim, um exame de um tema sob uma nova abordagem, com contribuições para a academia e futuras pesquisas.

1.4 LIMITAÇÕES

A presente pesquisa propõe a análise do segmento de negócio no Brasil; com isso, os resultados podem não ser aplicados para outros países, em razão das características de mercado, do tamanho das empresas da amostra e do próprio segmento de negócio.

Embora tratar-se de uma limitação da presente pesquisa, é recomendação de diversos estudos que a governança corporativa e seus atributos devem ser analisados por país, uma vez que se obtém o melhor entendimento do funcionamento das instituições e se as diferenças identificadas são passíveis de substituição por outros mecanismos de controle.

1.5 INEDITISMO

As pesquisas acadêmicas sobre governança corporativa e sobre gerenciamento de resultados são inúmeras. Grande parte das pesquisas sobre governança corporativa traz estudos comparativos entre países, inclusive os emergentes. Há um crescente reconhecimento de que não há uma maneira universal de alcançar modelo-padrão único de governança corporativa para todos os mercados e segmentos de negócio. Como consequência, há um crescente interesse acadêmico em como as empresas fazem escolhas conscientes entre os mecanismos alternativos de governança com base no contexto em que a empresa reside.

Por outro lado, os estudos sobre gerenciamento de resultados são pesquisas cujos modelos desenvolvidos advêm de mercados maduros, os quais são considerados modelos universais; entretanto, boa parte desses estudos tem enfoque em segmentos não financeiros. As instituições financeiras são sobremaneira excluídas das amostras dos estudos, dadas a sua peculiaridade do segmento e as características econômicas de cada país.

Assim, considera-se como ineditismo nesta pesquisa a análise das possíveis formas de gerenciamento de resultados eventualmente praticado pelas instituições financeiras, combinado com os mecanismos internos de governança corporativa como forma reguladora, ou limítrofe dessas práticas analisadas em um período econômico marcado por eventos de instabilidade política ou recessão econômica no País.

1.6 ESTRUTURA DA PESQUISA

A presente pesquisa foi dividida em cinco capítulos. O primeiro capítulo diz respeito à introdução, à definição do problema de pesquisa, aos objetivos, à justificativa e às contribuições da pesquisa, limitações e hipóteses a serem testadas. O segundo capítulo traz a fundamentação teórica sobre: (i) governança corporativa e seus mecanismos; (ii) teoria da agência; e (iii) bibliometria - 13 anos dos principais estudos nacionais e internacionais em revistas de alto impacto com grande amplitude de estudos, exemplificados por classificações Qualis-CAPES (A1, A2, B1, B2) para os nacionais; para os internacionais, o fator de impacto maior ou igual a 3. O terceiro capítulo faz referência à metodologia utilizada para testar as hipóteses da presente pesquisa. A apresentação dos resultados à luz do referencial teórico é dada no quarto capítulo. E, finalmente, as considerações finais (quinto capítulo), as quais reúnem a conclusão da presente pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 BREVE RELATO SOBRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em 1992, o Banco Mundial descreveu os princípios de governança aplicados aos países. Tempos depois, tal conceito serviria como base para diversas áreas do conhecimento, inclusive sobre governança corporativa.

As primeiras delimitações feitas pelo Banco Mundial tinham por objetivo aprofundar o conhecimento perante quais condições há a garantia de um Estado eficiente. É a descrição sobre a boa governança aplicada aos governos/países.

Mas, o que seria uma boa governança? A resposta remete à origem da pesquisa realizada pelo *The World Banking* (1991, 1992) a respeito da ineficácia do poder público na gestão de seus problemas, como, por exemplo, o desequilíbrio econômico, a desigualdade, a deterioração social, os altos índices de exclusão e violência e a eventual crise de governabilidade. Dada a origem da problemática, o *The World Banking* (1991, 1992) definiu que governança é “o exercício da autoridade, controle, administração, poder de governo”.

Tempos depois, a OECD constatou que governos eficientes têm a verossimilhança com um conjunto de boas práticas de governança. Tais práticas promovem a transparência e a coerência com o Estado de direito e com clara articulação sobre a divisão de responsabilidades, com segregação de supervisão e regulação desse estado no mercado.

Hoje, há a concordância de que boas práticas de governança produzem um adequado Estado de direito e, para a economia, representada por sua diversidade de empresas, produzem transparência e segregação de responsabilidades. Também são instrumentos de inclusão e igualdade para os participantes da economia de mercado.

A governança de um país consiste nas tradições e nas suas instituições, pelas quais a autoridade é exercida. Inclui-se nesse processo a forma pelo qual os governos são selecionados, monitorados e substituídos, assim como a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas e o respeito dos cidadãos e do Estado pelas instituições que administram e governam as interações econômicas e sociais entre o Estado e a sociedade (KAUFMANN e KRAAY, 2007; KAUFMANN, KRAAY e MASTRUZZI, 2011).

Para a OECD (2004), os países que reformulam suas práticas de governança colhem benefícios futuros no mercado de capitais, pois, em longo prazo, atraem investimentos e capital. As práticas trazem credibilidade e são internacionalmente aceitas. Ainda que as empresas não tenham dependência de fontes externas de capital, a adoção de boas práticas de governança traz confiança aos investidores, reduz o custo de capital, salvaguarda o bom funcionamento do mercado financeiro e, por fim, traz fontes de financiamento mais estáveis (OCDE, 2011, p.2).

Dadas as definições de âmbito geral, formuladas pela OCDE (2004, 2011), *The World Bank* (1991, 1992) estabelece um paralelo desse conceito para as organizações públicas e privadas, em que se pode inferir que a governança corporativa é todo o conjunto de acordos legais, culturais e institucionais que determinam regras mínimas para as empresas detentoras de capital de terceiros, dá diretrizes do exercício de controle e monitora a alocação dos recursos, assim como dos riscos e dos retornos dessas atividades (SHARPE, 1996).

Mas, também, é possível entender que a governança corporativa busca a relação entre a empresa e aqueles que, de alguma forma, participam do processo pelo qual o produto de uma empresa é produzido e vendido: mão de obra, capital, fornecedores, clientes,

comunidade e administração (WILLIAMSON, 1985). Essa escola de estudos sobre a governança, em que estão incluídos os trabalhos de Williamson (1985), refere-se à estrutura institucional entre essas relações.

Há outras proposições, como as dos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), nos quais constam os temas de financiamento e custos de agência, aliados a um componente político na relação entre a prevenção da exploração daqueles que fornecem o dinheiro e aqueles que o controlam. Estão centrados na relação entre os acionistas, o Conselho de Administração e a Alta Administração. Shapiro (2005) ressalta que as relações de agência, na articulação clássica de Jensen e Meckling (1976), são contratos, e os incentivos, os dispositivos de monitoramento, a vinculação e as outras formas de controle social realizadas para minimizar os custos de agência constituem os elementos do contrato.

Para Shapiro (2005) é a suposição de que os temas relativos às governanças estavam reduzidos à díade entre indivíduos na teoria da agência, assim como os indivíduos são maximizadores de utilidade racionais e egoístas propensos ao oportunismo para as hipóteses de eficiência e equilíbrio.

Nas últimas décadas, o principal questionamento da academia é sobre para quem se deve maximizar a utilidade: aos acionistas (*shareholders*) ou aos diversos outros atores (*stakeholders*) que permeiam as estruturas sociais e organizacionais (LICHT, 2004).

Entre os fundadores da moderna teoria de governança corporativa, Jensen (2001) argumenta que “200 anos de trabalho em economia e finanças indicam que o bem-estar social é maximizado quando todas as empresas numa economia maximizam o valor total da empresa”.

Para Jensen e Meckling (1976), o principal tema de atenção é que a relação entre os detentores de capital e os diversos participantes do mercado foi sempre postulada na teoria da firma. São reconhecidamente teorias de mercado, em que as empresas são importantes participantes, mas não únicos. A limitação observada é sobre as formas, os incentivos que determinam o equilíbrio entre os participantes das relações internas e externas da firma.

A narrativa de Jensen e Meckling (1976) aponta para um modelo de interações multilaterais, mas a busca principal foi o equilíbrio entre principal e agente.

Berglöf e Von Thadden (1999) defendem a generalização do modelo para interações multilaterais, ou seja, um número de diferentes partes interessadas, mas deve-se incluir aspectos do sistema legal e político de um país, por que estes também afetam esse delicado equilíbrio.

Essas interações demonstram que a adoção de práticas de governança difere entre países e empresas, como demonstrado nos estudos de Aguilera e Jackson (2003) e Doidge, Karolyi e Stulz (2007). Uma das possíveis justificativas é decorrente das diferenças existentes entre as instituições desenvolvidas e moldadas por cada país. Essas instituições organizam-se para competir nos mercados e para se retratarem aos investidores (NORTH, 1990; SCOTT, 2004).

Dadas as diferenças entre países, Dey (2008) fornece evidências de que as estruturas de governança não são uniformes entre as empresas. Entende-se que é improvável que um conjunto de regras de governança seja eficiente da mesma forma para todas as empresas.

Assim, para segmentos de indústria que requerem um elevado nível de supervisão, há a tendência de estruturas sofisticadas de governança corporativa (KLEIN, 2002a; ROMANO, 2005; RIBSTEIN, 2005).

Entre os segmentos de elevada supervisão, há o de instituições financeiras. Os bancos têm uma representatividade no sistema de pagamentos e no funcionamento dos sistemas econômicos e são altamente alavancados. A sua complexidade pode trazer maior assimetria informacional e, eventualmente, menor capacidade de gerenciamento das atividades de seus executivos (DE ANDRES e VALLELADO, 2008).

A maior distinção dos bancos para com outros segmentos de indústria é a sua estrutura de capital, que é única. Têm muito pouco patrimônio quando comparados a outras indústrias. Sua estrutura de capital é praticamente composta por recursos de terceiros (MACEY e O'HARA, 2003).

Para o Comitê da OECD, o ideal é que as estruturas de governança corporativa tenham um Conselho de Administração independente e um corpo executivo participante. A melhoria da governança corporativa nas instituições financeiras propicia um sistema financeiro sólido, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico de um país.

A intensidade da regulamentação do setor foi extremamente intensificada após a crise de 2008, nos EUA, tendo bancos com imagem sólida sido liquidados. As instituições financeiras são preponderantes para a economia, pois são a salvaguarda dos direitos dos depositantes, garantem a estabilidade do sistema de pagamento e reduzem o risco sistêmico (DE ANDRES e VALLELADO, 2008).

O principal objetivo dos órgãos reguladores é a redução do risco sistêmico. Contudo, é possível que seja conflitante com os objetivos dos acionistas. Exemplificando, a maximização do valor das ações. Há conflitos de interesses. E nem sempre é a relação principal-agente, preconizada pela teoria da agência, mas pode ser principal-*stakeholders*.

A regulação de setores da economia e a presença de outros órgãos reguladores, exemplificados pela SEC e CVM para o segmento de instituições financeiras, podem ser consideradas como um mecanismo adicional de governança corporativa. Contudo, em grande parte das situações, elas têm eficácia substitutiva, ou seja, é possível que reduza a eficácia de outros mecanismos.

Becher e Frye (2011) indicam que a regulamentação não é indicativa de menor adoção de práticas de governança. Os autores examinaram as estruturas de governança em empresas reguladas e não reguladas no momento de sua abertura de capital, quando a governança provavelmente seria ótima (BAKER e GOMPERS, 2003). Os resultados dos estudos indicam que a supervisão do Conselho de Administração parece ser um complemento da regulamentação, assim como já corroborado por Adams e Ferreira (2012).

Embora haja diferentes dimensões para a definição de governança corporativa, a utilizada por Larcker, Richardson e Tuna (2007) traz a consolidação do entendimento contemporâneo sobre o tema, e que se aproxima da presente pesquisa. Para os autores, a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que influencia as decisões tomadas pelos gestores quando existe uma separação de propriedade e controle. Alguns desses mecanismos de monitoramento são o Conselho de Administração, os investidores institucionais e o próprio ambiente de mercado corporativo.

2.2 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DA AGÊNCIA

O tema governança corporativa é tão vasto que não há um marco zero sobre a expressão em si, mas é sabido que está presente desde que o uso da forma corporativa originou a possibilidade de conflito entre investidores, acionistas e executivos (WELLS, 2010).

O mais interessante é que o artigo de Jensen e Meckling (1976), considerado um dos seminiais do estudo sobre a governança corporativa, não utiliza o termo em si, mas, sim, a teoria da agência e seus conflitos. Fama (1980) também traz a discussão para os conflitos decorrentes da separação da propriedade e do controle e da visão da firma como relação de contratos. Diferentemente, Williamson (1984) aborda diretamente as lacunas existentes sobre a governança corporativa e afirma a importância do papel do Conselho de Administração como um mecanismo interno de governança.

Em 2004, houve a emissão de um relatório, feito por um grupo consultivo da OECD, originando um ponto de partida para os princípios da governança corporativa. Confirmou-se que as empresas que fortaleceram seus arranjos institucionais - governança corporativa - estão em vantagem em relação às demais, quando se trata de atrair capital de terceiros para financiamento de suas operações (CHEFFINS, 2011).

Mas qual a relação entre governança corporativa e teoria da agência?

Após anos de debate acadêmico, é possível o consenso de que a inter-relação entre diretores, executivos e acionistas de companhias de capital aberto é suscetível de ser conduzida por meio da ótica da governança corporativa (CHEFFINS, 2011).

Por sua vez, a teoria da agência tem sido um dos mais importantes paradigmas teóricos em conta nos últimos 20 anos. Tornou-se atraente para os estudos porque permite explorar e incorporar os temas relativos a conflitos de interesse, mecanismos de controle e incentivos nos modelos (LAMBERT, 2001).

A inter-relação proposta por Jensen e Meckling (1976) está na proposição da teoria do principal-agente. É dada como uma relação contratual entre uma parte (principal)

envolvida e outra parte (agente) para executar um serviço em nome do principal, o que envolve alguma autoridade de tomada de decisão cedida ao agente.

Nessa relação, busca-se um equilíbrio, isso porque as partes envolvidas têm objetivos, divisão de trabalhos e preferência a riscos diferentes (JENSEN e MECKLING, 1976; ROSS, 1973).

A separação entre propriedade e controle traz o conflito de interesses entre o proprietário e o administrador (BONAZZI e SARDAR, 2007; DONALDSON e DAVIS, 1991; JENSEN e MECKLING, 1976; MONSEN e DOWNS, 1965). Então, existe uma busca entre o agente e o principal para receber o máximo benefício pelo menor gasto possível.

Nessa relação, o principal sempre incorrerá em custos de agência, pois os interesses do principal e do agente são diferentes (1997; DONALDSON e DAVIS, 1991; MUTH e DONALDSON, 1998; SHORT *et al.*, 1999). O desalinhamento de intenções e os interesses entre os administradores e os investidores dada a separação entre propriedade e controle são os principais problemas da governança corporativa (DARUS *et al.*, 2014).

As origens da teoria da agência decorreram da necessidade de uma redefinição da teoria econômica, ou melhor, de uma nova abordagem com aplicação em qualquer domínio (KISER, 1999). Surge, então, a nova economia institucional, que trouxe estudos com foco para os direitos de propriedade (CHEUNG, 1969; NORTH, 1982; BARZEL, 1990), transações de custos (NORTH e THOMAS, 1973; WILLIAMSON, 1976, 1985) e problemas de agência (ROSS, 1973; JENSEN e MECKLING, 1976).

Berhold (1971) foi um dos precursores sobre a teoria da agência em economia. Sua contribuição foi o enfoque sobre as preferências de risco, as quais afetam as escolhas dos

contratos. Há a suposição de que agentes avessos ao risco têm preferência por salários fixos e diferentes esquemas de incentivo ao desempenho.

Jensen e Meckling (1976) incorporaram os estudos de Berhold (1971), mas incluíram questões sobre a separação entre propriedade e controle, como preconizado por Adam Smith (1937).

A relação de agência é definida como um contrato entre um agente empregado para executar, em nome do principal, um serviço, implicando a delegação de algum poder de decisão a esse agente. A execução do serviço, em consonância com o esperado pelo principal, decorrerá da existência ou não do perfil de maximização da utilidade, pois há razões para acreditar que nem sempre o agente agirá em conformidade com o principal (JENSEN e MECKLING, 1976). Foi a principal mudança de paradigma, pois houve a inclusão do compartilhamento de risco nas relações de agência.

Essa relação principal-agente é um modelo geral de ampla aplicabilidade, pois é possível a configuração de questões macro, como política regulatória, até outros temas relacionados às organizações, como remuneração do Conselho de Administração, estratégias de aquisição e diversificação e estruturas de propriedade e de financiamento.

Mas, para toda nova teoria, sempre há críticas. Algumas delas: (i) os contratos são incompletos, ou incapazes de predição futura de todas as eventualidades; e (ii) há assimetria informacional (BOSTON, 1991; COLE, 1998; HART, 1995; SHLEIFER e VISHNY, 1997; BONAZZI e SARDAR, 2007). Outra crítica é relativa à utilização das bases do conceito da racionalidade, ou racionalidade limitada do comportamento humano. Já para com as organizações, levanta-se a falta de diferenciação entre organizações públicas e privadas. (ALTHAUS, 1997).

2.3 TREZE ANOS SOBRE TEORIA DA AGÊNCIA E MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (2005-2018)

Desde a publicação do artigo seminal de Jensen e Meckling (1976), observa-se um volume significativo de publicações em torno da relação principal-agente, de incentivos para alinhamento, etc. O volume de citações da obra de Jensen e Meckling (1976) chegou a cerca de 14 mil no fim do ano 2018 (WEB OF SCIENCE, 2019).

A moderna teoria da firma que reconhecidamente será a teoria moderna sobre a governança corporativa é, em sua essência, as relações contratuais existentes entre os diversos participantes - empregados, clientes, credores e acionistas - e os custos de agência - monitoramento desses contratos. O monitoramento inclui esforços por parte do principal para controlar ou restringir o comportamento do agente. Isso traz para a academia uma vasta discussão sobre problemas da relação de agência, tais como: (i) políticas de incentivos aos administradores; (ii) estrutura de remuneração aos executivos; (iii) papel do Conselho de Administração e suas remunerações; e (iv) estrutura de capital e de propriedade, etc.

Dada a relevância da teoria da agência e de seus desdobramentos para os estudos sobre os mecanismos da governança corporativa, procedeu-se à revisão da literatura, por meio da aplicação da bibliometria, sobre o tema teoria da agência para os últimos 13 anos. A extensão do período é dada pelo tempo necessário para que as pesquisas realizadas tenham relevância de busca e aplicação no campo das ciências sociais aplicadas.

O quadro 1, a seguir, apresenta o resumo das pesquisas sobre os principais objetos de estudos: dualidade do CEO, papel do Conselho de Administração e Remuneração:

Quadro 1 - Treze Anos de Publicações sobre a Governança Corporativa e a Teoria da Agência (2005-2018)

Autor	Título	Resultados
Adams, Almeida e Ferreira (2005)	Powerful CEOs and their impact on corporate performance	<p>Adams, Almeida e Ferreira (2005) pesquisaram se as empresas, cujos CEOs têm mais poder de decisão, experimentam maior variabilidade no desempenho. Uma das características de maior importância foi o poder que o CEO tem sobre o Conselho de Administração e outros executivos. O poder do CEO é observado como um atributo, ou seja, tem <i>status</i> de fundador, tem títulos formais ou <i>status</i> de única fonte do Conselho de Administração. Os resultados sugerem que a interação entre as características do executivo e as variáveis organizacionais tem importantes consequências para o desempenho da empresa, pois observou-se que os retornos das ações para esses casos são variáveis.</p>
Fich e Shivdasani (2006)	Are busy boards effective monitors?	<p>As empresas com Conselhos de Administração ativos, ou aquelas em que a maioria dos conselheiros externos detém três ou mais diretorias, estão associadas à fraca governança corporativa. Essas empresas exibem menores índices de <i>market to book</i> e menor sensibilidade de desempenho por conta da rotatividade de CEOs. Conselhos de Administração independentes e ativos demonstram sensibilidade de desempenho quando há rotatividade do CEO e quando comparados a outros Conselhos de Administração cuja constituição é de executivos internos.</p>
Nicholson e Kiel (2007)	Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance	<p>O objetivo do estudo foi analisar a existência de alguma relação entre a demografia do Conselho de Administração (tamanho, tipo e estrutura) e o desempenho econômico-financeiro das empresas. Essa relação é prevista nas três teorias predominantes em governança corporativa: (i) teoria da agência; (ii) <i>stewardship theory</i>; e (iii) <i>resource dependence theory</i>. Os resultados indicaram que cada uma das teorias explica um caso particular, mas nenhuma delas, de forma isolada, explica o padrão geral dos resultados.</p>

Autor	Título	Resultados
Rose (2007)	Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence	<p>A diversidade dos Conselhos de Administração tornou-se uma questão importante na governança corporativa, principalmente se há impacto no desempenho das empresas.</p> <p>Ao contrário de vários outros estudos, esse artigo não encontrou nenhuma significância entre o desempenho da empresa, medido pelo <i>Q</i> de <i>Tobin</i>, e a representação do Conselho de Administração por mulheres.</p> <p>A ocorrência é a mesma, quando os atributos são a formação educacional dos membros do Conselho e a presença de estrangeiros.</p> <p>Argumenta-se que os membros do Conselho de Administração com um histórico não convencional são socializados, adotando inconscientemente as ideias da maioria dos membros do Conselho convencional. Com isso, um eventual efeito potencial de desempenho não se materializa.</p>
Elsayed (2007)	Does CEO duality really affect corporate performance?	<p>O impacto da dualidade do CEO no desempenho da empresa varia de acordo com o contexto da indústria, fornecendo suporte parcial para a teoria da agência e a das organizações.</p> <p>Os resultados desse artigo são consistentes com as conclusões de Boyd (1995) e Brickley <i>et al.</i> (1997), que argumentam que não há uma estrutura de liderança ideal para o Conselho de Administração, e a dualidade do CEO beneficiará algumas empresas, enquanto a separação será mais vantajosa para outras.</p> <p>Corroboram com as pesquisas de Finkelstein e D'Aveni (1994), em que há preferência pela dualidade de cargos do CEO quando há um fraco desempenho econômico-financeiro das empresas. A justificativa é que a dualidade traria eventual melhora aos resultados da empresa.</p>
Bebchuk, Cremers e Peyer (2007)	Pay distribution in the top executive team	<p>A composição da remuneração do diretor executivo da empresa - CEO e dos demais membros executivos foi o objeto da pesquisa de Bebchuk, Cremers e Peyer (2007). É a denominação dada pelos autores de CEOs <i>pay slice</i> (CPS).</p> <p>O nível de CPS de uma empresa reflete a influência (poder e capacidade técnica) e a centralidade que o CEO pode exercer sobre a equipe executiva.</p> <p>Os valores de CPS têm aumentado ao longo dos anos, tanto para a remuneração baseada em ações quanto para outras formas de compensação.</p> <p>O CPS está associado a várias características da equipe de executivos, mas, também, aos arranjos de governança da empresa. Os longos mandatos dos CEOs com dualidade de cargos propiciam altos valores de CPS.</p>

Autor	Título	Resultados
Garay e Gonzalez (2008)	Corporate governance and firm value: the case of Venezuela	<p>Garay e Gonzalez (2008), em uma amostra de empresas da Venezuela, buscaram a relação entre governança corporativa e valor de mercado, por meio da construção de um índice de governança corporativa para as companhias de capital aberto.</p> <p>Os resultados indicaram um baixo índice em comparação com os pares dos mercados emergentes e, também, com a América Latina.</p> <p>Em proposição de cenários, a melhoria de pelo menos 1% sobre os índices de governança traz um efeito direto sobre o preço das ações e o pagamento de dividendos das empresas venezuelanas. Esses resultados são consistentes com o modelo teórico de La Porta <i>et al.</i> (2000, 2002), que relaciona a boa governança corporativa à maior confiança do investidor e ao modelo de pagamento de dividendos.</p>
Adams, Hermalin e Weisbach (2010)	The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey	<p>O artigo é uma bibliometria sobre o Conselho de Administração, principalmente estudos feitos após os trabalhos de Hermalin e Weisbach (2003). As duas questões mais frequentes sobre Conselhos de Administração são a sua composição e o que determina suas ações. Essas questões são interligadas.</p> <p>Um foco desse estudo é como a literatura, tanto teórica quanto empírica, trata - ou às vezes falha - essa interligação. Sugere-se que a melhor interpretação é de como é feito o processo de seleção dos executivos, sua composição e suas respectivas ações para o desempenho da empresa.</p>
Setia-Atmaja (2009)	Governance mechanisms and firm value: the impact of ownership concentration and dividends	<p>O estudo indica que o impacto dos mecanismos de governança é moderado com a estrutura de propriedade das empresas e com as políticas de dividendos.</p> <p>As descobertas destacam o importante papel de governança que os Conselhos de Administração independentes e o Comitê de Auditoria desempenham em países com alta concentração de propriedade e altos níveis de benefícios privados de controle.</p>

Autor	Título	Resultados
García-Meca e Sánchez-Ballesta (2009)	Corporate governance and earnings management: a meta-analysis	<p>García-Meca e Sánchez-Ballesta (2009) buscam evidências empíricas em cerca de 35 estudos sobre a eficiência dos mecanismos de governança corporativa para o gerenciamento de resultados.</p> <p>Os mecanismos de governança em análise foram os Conselhos de Administração (independência do Conselho, tamanho do Conselho, dualidade do CEO e independência do Comitê de Auditoria) e a estrutura de propriedade.</p> <p>Os resultados sugerem que a independência do Conselho de Administração e o seu tamanho e a independência do Comitê de Auditoria podem melhorar a confiança do investidor ao restringir o gerenciamento de resultados.</p>
Jackling e Johl (2009)	Board structure and firm performance: evidence from India's top companies	<p>Jackling e Johl (2009) pesquisaram a relação entre os mecanismos de governança corporativa, a estrutura de capital e o desempenho financeiro das empresas indianas.</p> <p>Corroborando com a teoria da agência, os resultados indicam que uma maior proporção de diretores externos em Conselhos de Administração é associada ao melhor desempenho financeiro. Por outro lado, a dualidade não teve o mesmo efeito.</p> <p>O tamanho do Conselho de Administração também sugere que, quanto maior, traz mais exposição ao ambiente externo, melhora o acesso a vários recursos e, portanto, impacta positivamente o desempenho.</p>
Sun e Cahan (2009)	The effect of compensation committee quality on the association between CEO cash compensation and accounting performance	<p>Sun e Cahan (2009) analisaram se os aspectos qualitativos do Comitê de Remuneração têm alguma associação com a remuneração em <i>cash</i> do presidente executivo e os ganhos contábeis e de variáveis moderadoras de oportunidades de crescimento e da persistência dos lucros.</p> <p>Os resultados indicaram que a remuneração em <i>cash</i> está associada aos lucros contábeis e a bons Comitês de Remuneração. Por outro lado, o efeito positivo da qualidade do Comitê de Remuneração na associação entre remuneração em dinheiro do CEO e ganhos contábeis é menor para empresas de alto crescimento ou para empresas deficitárias.</p> <p>Também, sugerem que os membros do Comitê de Remuneração têm maiores desafios com o monitoramento de contratos de remuneração de CEOs, em que as empresas têm alto crescimento, ou, então, o oposto, incorrem em perdas.</p>

Autor	Título	Resultados
Carter, D'Souza, Simkins e Simpson (2010)	The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance	<p>Carter, D'Souza, Simkins e Simpson (2010) examinaram a relação entre a inclusão de mulheres e minorias étnicas no Conselho de Administração e na diretoria executiva e o desempenho financeiro medido por meio do ROA e <i>Q de Tobin</i>.</p> <p>Não houve uma relação significativa entre o desempenho financeiro e a diversidade étnica ou de gênero nos Conselhos de Administração de uma amostra das principais corporações norte-americanas. As evidências sugerem que a diversidade de gênero e de minorias étnicas do Conselho de Administração e o desempenho financeiro da empresa são variáveis endógenas.</p>
Hagendorff, Collins e Keasey (2010)	Board monitoring, regulation, and performance in the banking industry: evidence from the market for corporate control	<p>Hagendorff, Collins e Keasey (2010) examinaram se há interação da regulação e do nível de monitoramento do setor financeiro com os retornos das ações dos bancos adquirentes nos EUA e outras 12 economias europeias. Os mecanismos de monitoramento do Conselho de Administração - independência, dualidade e diversidade - foram utilizados para análise de sua eficácia na prevenção de estratégias de fusão, com baixo desempenho sob rigidez variada dos reguladores. Os resultados indicaram que, somente sob rigorosos regimes de regulação bancária, a independência e a diversidade da diretoria melhoram o desempenho da aquisição. Por outro lado, em ambientes regulatórios menos rigorosos, a governança corporativa é praticamente irrelevante para melhorar os resultados de desempenho das atividades de fusão. O monitoramento pelos Conselhos de Administração e a regulamentação bancária têm papéis complementares e não de prevalência.</p>

Autor	Título	Resultados
Becher e Frye (2011)	Does regulation substitute or complement governance?	<p>É custosa a adoção por mecanismos de monitoramento. E, em setores regulamentados, esses mecanismos parecem ter importância reduzida até mesmo porque há uma noção de que a regulamentação substitui a governança. A evidência empírica é mista.</p> <p>Com isso, buscou-se a análise das estruturas de governança em empresas reguladas e não reguladas no momento de sua abertura de capital, quando a governança provavelmente será ótima (BAKER e GOMPERS, 2003).</p> <p>Ao contrário da hipótese de substituição, descobriu-se que as empresas reguladas não têm monitoramento significativamente menor. Essas empresas têm maiores proporções de conselheiros de monitoramento, níveis semelhantes de remuneração baseada em ações e Conselhos de Administração maiores.</p> <p>Os resultados apoiam a afirmação de Adams e Ferreira (2008) de que a supervisão do Conselho de Administração parece ser um complemento da regulamentação.</p>
Wei e Yermack (2011)	Investor reactions to CEOs' inside debt incentives	<p>Wei e Yermack (2011) analisaram o impacto da divulgação da remuneração da Administração e do Conselho de Administração, em especial aquelas denominadas de diferidas. Em sua maioria, são os <i>inside debts</i>: fundos de pensão e soma futura em <i>cash</i>, além da tradicional estrutura de remuneração por bônus e valores fixos.</p> <p>A pesquisa foi conduzida a partir de 2007, quando houve a exigência da divulgação pela SEC. Poucas informações estavam disponíveis sobre a composição da remuneração diferida referente aos executivos das empresas.</p> <p>Contudo, os resultados indicaram que os investidores reagem negativamente quando uma empresa relata que o CEO detém uma grande quantidade de <i>inside debt</i> na composição de sua remuneração. Nessas condições, os preços das ações tendem a cair, enquanto os valores da dívida tendem a subir.</p> <p>Os efeitos são de destruição de valor da empresa, os quais persistem até por muitos meses após a data de divulgação, e sua magnitude é consistente com as estimativas de outros estudos sobre os custos de dívida da agência que surgem de distorções de investimento de risco.</p>

Autor	Título	Resultados
Adams e Ferreira (2012)	Regulatory pressure and bank directors' incentives	<p>Órgãos reguladores enfatizam a importância do comparecimento dos conselheiros às reuniões. No entanto, parece que os conselheiros, em especial dos bancos, têm registros de comparecimento significativamente inferiores aos demais segmentos de indústria.</p> <p>Uma hipótese é a regulamentação do setor, em que o nível de supervisão dos órgãos reguladores bancários é eficaz, portanto, é menos importante que os conselheiros o façam. Mas não é a ênfase do órgão regulador, portanto, improvável.</p> <p>Assim, uma explicação plausível para o resultado do evento é que a pressão regulatória complementa outros mecanismos internos de governança corporativa; por isso, a regulação do setor não fornece incentivo suficiente para a redução do absentismo.</p> <p>Para os autores, os órgãos reguladores devem encontrar outras formas de melhoria do índice de atendimento, já que julgam importante a divulgação de calendários corporativos.</p>
Adams e Mehran (2012)	Bank board structure and performance: evidence for large bank holding companies	<p>Adams e Mehran (2012) abordam a relação entre a governança do Conselho de Administração e o desempenho financeiro para empresas do segmento bancário em um período de 34 anos.</p> <p>Os resultados indicam que a independência do Conselho de Administração não está relacionada ao desempenho, como medido pela <i>proxy Q</i> de Tobin. Mas o tamanho do Conselho de Administração está positivamente relacionado ao desempenho. Esses resultados não estão impulsionados por transações de fusões e aquisições.</p> <p>Assim, conclui-se que a regulamentação da governança deve levar em conta características únicas da governança em instituições financeiras.</p>

Autor	Título	Resultados
Beltratti e Stulz (2012)	The credit crisis around the globe: why did some banks perform better?	<p>O relatório da OECD argumenta que “a crise financeira pode ser em grande parte atribuída a falhas e fraquezas nos arranjos de governança corporativa” (KIRKPATRICK, 2008). Para a OECD, a crise foi resultante da tomada excessiva de riscos dada a frágil governança corporativa das instituições financeiras. Mas não há evidências suficientes para tal afirmação. Diante disso, uma provável explicação para os resultados da pesquisa é que certos bancos fizeram a opção por um Conselho de Administração “friendly” antes da crise. Isso porque estavam expostos a riscos; consequentemente, exigiam um maior monitoramento independente do Conselho de Administração. Com essa visão, os riscos não foram escolhidos pelo Conselho, mas levaram à escolha de um Conselho favorável aos acionistas.</p> <p>Esses riscos tiveram realizações adversas durante a crise, mas, dada a composição do Conselho, foi um desempenho melhor aos demais bancos. Com essa explicação, os bancos com boa reputação de governança corporativa tiveram retornos ruins, mas foi devido aos riscos assumidos. No entanto, poderia ter sido muito pior, se existisse uma governança corporativa de baixa qualidade.</p>
Laeven (2013)	Corporate governance: what’s special about banks?	<p>O artigo revisa a literatura sobre a governança corporativa de bancos, em especial os mecanismos da estrutura de propriedade e propensão a fusões e aquisições de instituições financeiras.</p> <p>Os bancos são altamente regulamentados e têm características especiais, o que previne outras formas naturais de governança e até mesmo torna ineficazes muitos dos mecanismos de governança.</p> <p>A regulamentação financeira pode, em princípio, compensar as fraquezas da governança corporativa, mas, na prática, tem eficácia limitada na proteção dos interesses dos bancos, devido, principalmente, às interações improdutivas entre restrições regulatórias e dispositivos de governança existentes.</p> <p>A conclusão da revisão dá-se com uma discussão sobre governança corporativa e reformas regulatórias para melhorar a segurança e solidez dos bancos.</p> <p>Essas propostas vão desde colocar mais ênfase na criação de valor para os interesses dos bancos que não os acionistas, até a redução dos incentivos de mudança de risco para gerentes de bancos e acionistas.</p>

Autor	Título	Resultados
Krause, Semadeni e Cannella (2014)	CEO duality: a review and research agenda	<p>A dualidade do CEO - a prática de um único mandato como presidente executivo e do Conselho de Administração - tem sido objeto de interesse acadêmico há mais de 20 anos. Muitas empresas adotaram a independência das funções.</p> <p>Os resultados recentes sobre dualidade de CEOs são que separar as posições de CEO e presidente do Conselho de Administração não melhora, por si só, o desempenho da empresa.</p> <p>Dadas as implicações de desempenho, a dualidade do CEO depende de uma série de fatores, os quais apenas alguns são conhecidos. Para os autores, os Conselhos de Administração devem ser livres para adotar a estrutura que considerem ser estrategicamente benéfica para as suas empresas.</p>
Berger, Kick e Schaeck (2014)	Executive board composition and bank risk taking	<p>Berger, Kick e Schaeck (2014) analisaram como a composição da equipe executiva do Conselho de Administração (idade, gênero e educação) de um banco afeta a tomada de risco, com foco particular no risco da carteira.</p> <p>O resultado do estudo demonstra que a redução da idade média da equipe do Conselho de Administração traz aumento do risco da carteira dos bancos, com significância estatística. A redução de um desvio-padrão na idade da equipe do Conselho de Administração de aproximadamente cinco anos eleva a proporção de ativos ponderados pelo risco para ativos totais de 59,88% para 62,54%.</p> <p>Quanto ao gênero, nos três anos que se seguiram com o aumento da representação feminina no Conselho de Administração, houve aumento do risco da carteira de ativos, mas com significância estatística e econômica marginal. Esse resultado pode ser explicado dado o tempo de experiência menor dos executivos do sexo feminino em relação ao masculino.</p> <p>Já, a educação, medida pela presença de executivos com Ph.D., está associada a uma redução do risco da carteira. Embora a redução seja mínima, a significância é alta.</p>

Autor	Título	Resultados
Minton, Taillard e Williamson (2014)	Financial expertise of the board, risk taking, and performance: evidence from bank holding companies	<p>Minton, Taillard e Williamson (2014) examinaram como a presença de especialistas em finanças entre os diretores independentes está relacionada à tomada de risco e ao desempenho econômico-financeiro de bancos comerciais durante o período de 2003 a 2008, incluindo a crise financeira de 2007-2008.</p> <p>A <i>expertise</i> financeira entre diretores independentes de bancos dos EUA está positivamente associada a medidas de risco das demonstrações financeiras e de mercado no período que antecedeu a crise financeira de 2007-2008.</p> <p>De forma geral, os resultados demonstram que conselheiros independentes, com experiência financeira, tendem para o aumento de riscos antes da crise. Muito embora estejam consistentes com a maximização do valor do acionista <i>ex ante</i>, essas ações tornaram-se prejudiciais durante a crise. Não há indicativos de que o Conselho de Administração foi selecionado para carimbar estratégias que satisfaçam o apetite ao risco.</p>
Srivastav, Armitage e Hagendorff (2014)	CEO inside debt holdings and risk-shifting: evidence from bank payout policies	<p>Srivastav, Armitage e Hagendorff (2014) examinaram se as formas de remuneração/incentivos pagos ao CEO atenuam ou mudam a percepção de risco na tomada de decisões. Especificamente, investiga-se se o pagamento com dívidas aos CEOs alinha as opções de pagamento de um banco com preferência aos credores. Isso é consistente com a previsão teórica desenvolvida em Jensen e Meckling (1976) e Edmans e Liu (2011) de que, à medida que aumenta a proporção das dívidas, como remuneração, os incentivos gerenciais para desapropriar a riqueza dos credores são atenuados.</p>
Nguyen, Hagendorff e Eshraghi (2015)	Which executive characteristics create value in banking? Evidence from appointment announcements	<p>Nguyen, Hagendorff e Eshraghi (2015) pesquisaram o valor dos executivos para os acionistas dos bancos norte-americanos por meio de estudos de eventos quando da nomeação de novos executivos.</p> <p>A argumentação é que os executivos com determinados atributos são valiosos para os acionistas; assim, os retornos dos anúncios serão maiores, principalmente quando indicados por uma instituição financeira. Para a execução do estudo, foram atribuídas as seguintes características do executivo: idade, educação e experiência, para observação do desempenho financeiro.</p> <p>As categorias idade, educação e experiência de trabalho dos executivos indicam a criação de riqueza para os acionistas, enquanto o gênero não é vinculado a efeitos mensuráveis de valor.</p>

Autor	Título	Resultados
Villalonga, Amit, Trujillo e Guzmán (2015)	Governance of family firms	<p>Villalonga, Amit, Trujillo e Guzmán (2015) analisaram três problemas clássicos de agência que se manifestam nas empresas familiares: (i) acionistas <i>versus</i> administradores; (ii) controladores (familiares) e não controladores; e (iii) acionistas <i>versus</i> credores.</p> <p>Há, também, um quarto problema de agência, exclusivo das empresas familiares: o conflito de interesses entre os acionistas da família e a família como um todo (geral), o qual pode ser considerado o “superprincipal” em uma estrutura de agência multinível - semelhante àquelas estruturas de propriedade concentradas, em que o controlador pode ser um estado, um banco, uma corporação ou outras instituições.</p>
Gove, Junkunc, Bruyaka <i>et al.</i> (2017)	Reexamining CEO duality: the surprisingly problematic issues of conceptualization and measurement	<p>Gove, Junkunc, Bruyaka <i>et al.</i> (2017) analisaram os possíveis fatores metodológicos que contribuem para a falta de significância da dualidade de CEOs na literatura de governança corporativa. Um dos fatores é a própria limitação da variável em ser dicotômica.</p> <p>A expectativa mínima é que a dicotomização possa ser realizada de uma maneira que não reduza as informações necessárias para testar relações hipotéticas.</p> <p>A violação dessa regra ocorre devido à insuficiência de períodos para análise, bem como à instabilidade para a determinação da dualidade, haja vista a recorrência de mudanças no posto de CEO.</p>
Black, Carvalho, Khanna, Kim e Yurtoglu (2017)	Corporate governance indices and construct validity	<p>Black, Carvalho, Khanna, Kim e Yurtoglu (2017) investigaram a validade do construto de índices para aplicação em nível de empresas para quatro importantes mercados: Brasil, Índia, Coreia e Turquia. Os resultados indicam a necessidade de cautela na construção dos índices, principalmente se indicar mudanças significativas de governança corporativa nas empresas ou regulatórias, legal para um país.</p>

Autor	Título	Resultados
García-Sánchez, Martínez-Ferrero e García-Meca (2018)	Board of directors and CSR in banking: the moderating role of bank regulation and investor protection strength	García-Sánchez, Martínez-Ferrero e García-Meca (2018) pesquisaram o impacto da independência do Conselho de Administração e da diversidade do gênero no comportamento sobre práticas de responsabilidade social nas instituições financeiras. A principal constatação é que a estrutura do Conselho de Administração exerce uma influência significativa nas práticas de responsabilidade social corporativa nos bancos. Principalmente, os diretores externos estão dispostos à importância não apenas da maximização dos lucros, mas, também, dos objetivos sociais corporativos, uma vez que eles permitem garantir a legitimidade das ações dos bancos e diminuir os conflitos de agência.

Fonte: Elaborado pela autora, com base na pesquisa bibliográfica.

2.4 MECANISMOS INTERNOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOB A ÓTICA DA TEORIA DA AGÊNCIA

O trabalho seminal de Berle e Means (1932) fornece a base para a pesquisa que examina as estruturas de propriedade corporativa. A premissa central de seu trabalho foi o reconhecimento de problemas associados à separação entre propriedade e administração. Jensen e Meckling (1976) expandiram essas ideias significativamente por meio da introdução da teoria da agência. Segundo essa teoria, uma empresa representa um nexo de contratos entre o principal (proprietário) e o agente (gerente). E os proprietários e gerentes têm preferências de risco contraditórias que podem levar a decisões gerenciais que se afastam das preferências dos acionistas.

Em face das preferências e diferentes percepções sobre a aversão ao risco, a teoria da agência propõe uma série de mecanismos de governança corporativa os quais, a princípio, são para o alinhamento dos interesses entre principal e agente devido a uma estrutura de propriedade, mas, também, têm a finalidade de redução dos custos de agência e/ou monitoramento (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983).

Esses mecanismos existem dada a incapacidade de se ter contratos perfeitos ou de completo monitoramento pelos gestores. Com isso, seria possível observar a redução do valor da empresa. Por essa razão, uma série de mecanismos institucionais é estabelecida para que os gestores, responsáveis pela tomada de decisões estratégicas, maximizem o valor da firma para seus acionistas ou seus agentes financiadores de capital (DENIS e MCCONNELL, 2003). Para Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa e seus mecanismos asseguram de alguma forma aos seus investidores/financiadores o retorno dos seus investimentos.

Esses mecanismos institucionais de governança corporativa podem ser divididos em duas categorias: interno e externo. Os mecanismos internos incluem, por exemplo, variáveis da estrutura do Conselho de Administração, como a dualidade e a proporção de diretores não executivos, a estrutura de capital, o financiamento da dívida, as participações acionárias de diretores executivos e a própria estrutura de propriedade.

Já os mecanismos externos de governança são exógenos. Atuam como uma variável independente, afetam o nível de governança da empresa e não estão sob o controle da empresa de forma direta (BOZEC, 2005; YOUNG, PENG, AHLSTROM, BRUTON e JIANG, 2008). Estes, por sua vez, operam no nível da indústria, do mercado, da nação ou da instituição ou do mercado com o objetivo de controle corporativo. Há, também, outras formas no ambiente de negócios, tais como: (i) competitividade no mercado de produtos, serviços e mão de obra; (ii) leis e regulamentos; e (iii) culturas nacionais, as quais afetam a conduta das empresas e restringem o oportunismo (DANIEL, CIESLEWICZ e POURJALALI, 2012; GUPTA, HANGES e DORFMAN, 2002; HALL e SOSKICE, 2001; WARD *et al.*, 2009; WEIR, LAING e MCKNIGHT, 2002; WHITLEY, 2000).

O mercado de capitais é o principal mecanismo externo, principalmente para as transações de fusões e aquisições. Essas transações desempenham um papel importante nas organizações, porque criam a possibilidade de mudanças, motivam o uso eficiente dos recursos e protegem os acionistas quando os controles internos e o Conselho de Administração são inadequados e lentos (JENSEN, 1986a). Nesses casos, caso seja mantida a inércia, a substituição do Conselho de Administração e de seus gestores é provável, exceto se o evento de mercado de capitais for um incentivo direto para mudanças significativas (MARTIN e MCCONNELL, 1991; KENNEDY e LIMMACK, 1996; LEL e MILLER, 2015).

O sistema legal representa um mecanismo externo da governança, principalmente para a defesa de aquisições hostis, porque as leis de proteção trazem proteção ao investidor. Caso ocorra o oposto, ou seja, países com lacunas de leis de proteção ao investidor ou acionista, a simples ameaça de uma aquisição traz maior propensão a demissões de CEOs com desempenho insatisfatório e à troca do Conselho de Administração por monitoramento inadequado de suas ações. É a indicação de que o mercado de capitais tem papel disciplinador, como um mecanismo, para países com fraca governança corporativa (LEL e MILLER, 2015).

Órgãos reguladores presentes principalmente para as instituições financeiras são considerados um tipo de mecanismo externo de governança corporativa. A regulamentação age de forma macroeconômica, no setor bancário como um todo, e de maneira individual, microeconômica, em cada banco (CIANCANELLI e REYES, 2001).

Para Diamond (1984), os órgãos reguladores são um dos principais *stakeholders* das instituições financeiras, mas seus objetivos, eventualmente, podem colidir com os demais *stakeholders*. De um lado representam um mecanismo de governança e, por outro, podem

representar o acirramento de conflitos de interesse, como, por exemplo, enfraquecer a competitividade do setor e sofrer restrições na estrutura de propriedade, como apontados por Macey e O'Hara (2003).

Para La Porta *et al.* (2002), a intervenção direta pelos agentes reguladores nas instituições financeiras agrava o conflito de interesses. Em face disso, há dúvidas sobre a eficácia da supervisão porque é possível a modificação dos incentivos de controle de seus executivos ou gerentes.

Caprio, Laeven e Levine (2007) corroboram o entendimento de que os órgãos reguladores não trazem uma melhoria do valor de mercado das instituições financeiras. Especificamente, o empoderamento do setor público, via agências de supervisão, não influencia o valor de mercado dos bancos, tampouco sua estrutura de propriedade. Indo além, os autores analisaram as diferentes formas com as quais a regulamentação pode influenciar os mecanismos de governança, e os resultados indicam que não há impacto sobre o valor de mercado dos bancos, nem pela redução da expropriação tampouco pelo risco bancário, nível abaixo do desejado pelos acionistas.

O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Há um questionamento sobre a importância e o impacto do Conselho de Administração no dia a dia das empresas, porque é muito difícil observar suas atividades. Contudo, quando os ventos não favorecem ou em demasiado essas atividades são erradas, a importância e o impacto tornam-se o centro das atenções (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2010). Isso fica evidenciado quando há divulgação de escândalos corporativos por conta de práticas de gerenciamento de resultados, fraudes, etc. E a questão que acadêmicos e público de maneira geral fazem é sobre o papel do Conselho de Administração.

Para a teoria da agência, prevista nas pesquisas de Jensen e Meckling (1976), está indicado que o Conselho de Administração e a estrutura societária das empresas são mecanismos de controles internos e de gerenciamento das atividades de seus administradores.

O papel central do Conselho de Administração é evitar que os administradores se apropriem da riqueza dos acionistas para benefício próprio (JENSEN e MECKLING, 1976). A capacidade de controlar e efetivamente minimizar conflitos de interesses entre principal e agente depende em grande parte do uso do poder de monitoramento do Conselho de Administração (FAMA e JENSEN, 1983; WESTPHAL e ZAJAC, 1995).

O Conselho de Administração tem um papel fiduciário, ou seja, representa os acionistas e tem por objetivo a maximização do retorno ao acionista (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2010; BHAGAT *et al.*, 2008; STILES e TAYLOR, 2001). Esses objetivos podem ser alcançados de duas formas pelo Conselho de Administração: (i) resolução dos conflitos de agência; e (ii) demonstração para os administradores (agentes) a fim de estes perceberem o potencial de valorização da empresa por meio do envolvimento na tomada de decisões estratégicas (FILATOTCHEV, 2007; FILATOTCHEV *et al.*, 2006; STILES, 2001; LORSCH e MACIVER, 1989).

O monitoramento das atividades da Alta Gerência é uma função crítica dos Conselhos de Administração, mas não única. Há outras funções, tais como a revisão, o desenvolvimento e o monitoramento da estratégia. O papel do Conselho de Administração na determinação e na manutenção do negócio, em conjunto com seu papel de fiel depositário dos acionistas e de construção dos níveis de confiança, molda as ações de seus gestores. É, também, mecanismo estratégico para as empresas. Em primeiro lugar, porque se assemelha à espécie de um árbitro e conduz o foco da empresa. Em segundo lugar, por meio do

constante exame das atividades de negócios e da estratégia corporativa, o compromisso com certas estratégias ou setores de negócios pode ser questionado, e esse Conselho é um instrumento de mudança organizacional (STILES, 2001).

Os Conselhos de Administração com bom funcionamento são capazes de monitorar e proteger de forma vigilante o desempenho e os interesses dos acionistas (FERRIS, JAGANNATHAN e PRITCHARD, 2003; JOHNSON, DAILY e ELLSTRAND, 1996). A ênfase do papel do Conselho de Administração tem sido dada especialmente por conta dos diversos exemplos já registrados sobre práticas contábeis inadequadas, corrupção, etc.

Uma outra dimensão teórica sobre o valor do Conselho de Administração é em termos do capital humano, que compreende as capacidades de seus membros e seu compromisso, que são componentes-chave do processo de criação de valor. O capital humano presente no Conselho de Administração pode, portanto, representar uma fonte importante de vantagem competitiva, não apenas pelas capacidades e habilidades individuais, mas, também, pelas inter-relações e pelos conjuntos de rotinas que formam a dinâmica do Conselho de Administração (STILES, 2001).

Em outro debate, em especial sobre a eficácia do Conselho de Administração, a literatura concentra-se, principalmente, nas características e nos atributos, em, pelo menos, quatro deles, como segue: (i) independência do Conselho de Administração; (ii) tamanho do Conselho de Administração; (iii) estrutura dos Comitês (Fiscal, Auditoria e Remuneração); e (iv) características ocupacionais específicas ou *expertise* dos conselheiros independentes (ANDERSON *et al.*, 2004). Para esse último atributo, a *expertise* de maior relevância nas pesquisas é para conselheiros com educação, titulação e experiência profissional em finanças.

Finalmente, mas não somente e exclusivamente, transcreve-se a metáfora feita por Mace (1971) sobre o papel do Conselho de Administração em uma organização, a qual ainda permanece contemporânea:

“O conselho deve servir como uma caixa de ressonância para o CEO e alta gerência e, ocasionalmente, fornece *expertise* quando uma empresa enfrenta uma questão sobre a qual um ou mais membros do conselho são especialistas.”

A importância e responsabilidade dos Conselhos de Administração têm crescido de forma significativa, principalmente, quando há certas ingerências no comando das organizações, as quais produzem danos não só à economia, mas também à sociedade.

TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Conselho de Administração é formado por executivos (*insiders*) e diretores não executivos (*outsiders*). Os primeiros, *insiders*, têm vinculação com o escalão superior da empresa. Já os *outsiders* têm sua reputação de mercado ou de possíveis implicações derivadas de um mau monitoramento de suas funções intrínsecas como participante do Conselho de Administração (FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983). Grande parte dos autores é favorável à prevalência de *outsiders* nos Conselhos de Administração, muito embora é sabido que há vantagens e desvantagens.

Fama e Jensen (1983), Raheja (2005) e Harris e Raviv (2008) argumentam que os *outsiders* são mais independentes do que o CEO, mas, por outro lado, são menos informados sobre as restrições e oportunidades da empresa. O contrário acontece com os *insiders*, pois estes representam uma fonte importante de informações específicas da empresa, e sua inclusão no Conselho de Administração pode levar a uma tomada de decisão mais eficaz. Se, de um lado, há eficácia na tomada de decisões, por outro, pode-se ter a falta de independência dado o escalão superior: CEO. Assim, espera-se que, à

medida que os benefícios (custos) de monitoramento aumentem, os Conselhos de Administração façam mais (menos) monitoramento, levando a mais (menos) *outsiders*.

Outro dado interessante é que um número significativo de *insiders* no Conselho de Administração traz a possibilidade de sucessão do cargo de presidente executivo da empresa. Esses *insiders* somente partilharão informações com os demais membros se observarem chances de sucessão; com isso, exercerão suas escolhas para decisões que alcancem esse objetivo (RAHEJA, 2005).

O tamanho do Conselho de Administração também é considerado como uma ferramenta relevante para o monitoramento e controle das atividades desse Conselho. Não há uma evidência clara sobre a composição ótima, mas há evidências de que Conselhos do tipo misto propiciam a efetividade do monitoramento e da governança corporativa (JOHN e SENBET, 1998; HERMALIN e WEISBACH, 2003).

Para Bone, Field, Karpoff e Raheja (2007) não há conclusões definitivas sobre os motivos nem sobre o que impulsiona as escolhas sobre o tamanho e a composição do Conselho de Administração. Entretanto, há algumas convergências teóricas sobre como o Conselho de Administração pode ser estruturado:

- (i) **Pela complexidade e pelo escopo das operações** em consonância com os estudos de Fama e Jensen (1983), Coles *et al.* (2008) e Lehn, Patro e Zhao (2009).
- (ii) **Pelo ambiente de negócios e de informações**, cujas ideias são expressas por Demstz e Lehn (1985) e Gillan, Hartzell e Starks (2003), que é modelado por Raheja (2005) e Harris e Raviv (2008) - é o conceito de monitoramento.
- (iii) Finalmente, os trabalhos de Hermalin e Weisbach (1998), Baker e Gompers (2003) e Linck, Netter e Yang (2008) implicam que a composição do

Conselho de Administração resulta de uma **negociação entre o CEO da firma e seus *outsiders***.

De forma geral, as empresas estruturam seus Conselhos de Administração com base nos custos e benefícios do monitoramento e de aconselhamento. O monitoramento protege contra comportamentos prejudiciais, e o aconselhamento fornece informações sobre a estratégia. Com isso, espera-se que empresas com grandes oportunidades de crescimento e volatilidade das ações estejam associadas a Conselhos de Administração de tamanho menor e menos independente. O mesmo ocorre quando há participação significativa na estrutura de propriedade desse Conselho. No entanto, o oposto, ou seja, tamanho maior e maior independência, é para grandes empresas e sem significativa participação na estrutura de propriedade (LINCK, NETTER e YANG, 2008).

INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Os Conselhos de Administração têm a responsabilidade primária com o monitoramento e a disciplina da Alta Administração. Entre seus atributos, o de maior preponderância postulado na literatura é a independência, pois proporciona eficácia do controle e monitoramento das atividades da empresa.

Sob a perspectiva de um credor, a independência do Conselho de Administração proporciona qualidade no processo de preparação das informações financeiras da empresa. Traz a percepção de zelo e integridade com terceiros, credores, etc.

Os Conselhos de Administração têm a responsabilidade primária de supervisionar e garantir a qualidade e integridade das informações financeiras. É parte das atividades de uma diretoria a reunião com as equipes de gestão e seus auditores externos para o processo de revisão das demonstrações financeiras (KLEIN, 2002a). Particularmente, para os acionistas, a estrutura do Conselho de Administração é o elemento preponderante para a garantia da divulgação de demonstrações financeiras confiáveis e relevantes.

Os Conselhos de Administração cuja composição é de executivos, diretores internos ou aqueles com relações próximas podem ter disposição para ocultação de informações negativas, com o objetivo de obter benefícios próprios ou até mesmo de limitação de acesso e intervenção de outras partes interessadas. Por isso, a SEC, a FASB e as principais bolsas de valores enfatizam a importância do papel do Conselho de Administração na supervisão do processo de preparação e divulgação das informações financeiras para o público em geral (ANDERSON *et al.*, 2004).

Carcello e Neal (2000) corroboram o entendimento de que um Conselho de Administração independente reduz a probabilidade de retaliação de seus auditores

externos quando da emissão de relatórios não favoráveis à organização. Entende-se por independência dos membros do Conselho de Administração: aqueles que não têm fortes vínculos econômicos ou pessoais com a empresa nem com sua Administração.

Por isso, Beasley (1996), Dechow, Sloan e Sweeney (1996) e Fama e Jensen (1983) entendem que os conselheiros independentes, dispostos à manutenção de sua reputação, fornecem adequada supervisão e divulgação de informações financeiras. Além da qualidade das informações, como requerimento de boas práticas de governança, um Conselho de Administração independente é capaz de promover eficiência econômico-financeira das empresas (BRICKLEY *et al.*, 1994; BYRD e HICKMAN, 1992; WEISBACH, 1988).

Uma das características-chave da governança corporativa para a robustez e supervisão de práticas de divulgação de informações financeiras da empresa é a existência de Conselhos de Administração ou Comitês de Auditoria, com, pelo menos, um diretor independente e *expertise* em finanças (AGRAWAL e CHADHA, 2005). Por outro lado, empresas que têm seu diretor executivo - CEO - oriundo da família fundadora reduzem a qualidade da divulgação das informações.

A complexidade dos negócios e o elevado grau de endividamento trazem a necessidade de conselheiros externos para a combinação de outros serviços, como o de consultoria (COLES *et al.*, 2008). Outra nuance na composição do Conselho de Administração é com relação a empresas com elevados gastos com pesquisas e desenvolvimento, em que a tendência é de ocupação dos cargos por funcionários, pois entende-se que o conhecimento específico é fonte agregadora nas decisões de negócios.

Para as instituições financeiras, o Conselho de Administração assume um papel fundamental de monitoramento de eventual comportamento oportunista dos executivos e

gerentes. Contudo, dada a complexidade das operações, faz-se necessário o conhecimento dos negócios. Com isso, é desejável que haja, no Conselho de Administração, a participação dos executivos (DE ANDRES e VALLELADO, 2008). Eventualmente, isso pode reduzir a independência do Conselho de Administração.

Agrawal e Knoeber (2001) destacam que há segmentos de indústria que requerem conselheiros independentes e com prévia experiência política ou no governo. Isso ocorre nas empresas em que a política tem maior importância. Nos EUA observou-se a hipótese no segmento de energia, havendo um crescente aumento da participação de conselheiros independentes com experiência política e/ou no governo.

Essa evidência de que a política afeta a composição do Conselho de Administração sugere que alguns diretores externos desempenham um papel político. No Brasil, observa-se tal fato em empresas estatais e, também, em bancos nacionais com ativos inferiores a R\$500 milhões, havendo participação de ex-ministros da área fazendária.

Duchin *et al.* (2010) concluíram que os conselheiros externos parecem ter um efeito material no desempenho; porém, isso depende de quão custoso será para esses conselheiros a obtenção de informação sobre a empresa. Isso corrobora o entendimento de que os conselheiros externos estão associados a um desempenho significativamente melhor quando o custo de aquisição de informações é baixo.

No mesmo sentido, Armstrong (2015) conclui que a assimetria e a transparência da informação de uma empresa influenciam os atributos do Conselho de Administração, em especial, o grau de independência. Essa argumentação advém da hipótese de que os conselheiros independentes têm dificuldade em desempenhar suas funções de consultoria e/ou assessoria, bem como do monitoramento quando os custos de assimetria, transferência de informações e processamento de informações são altos. Com isso, as

empresas tendem para uma estrutura com poucos diretores independentes, como observado por Linck, Netter e Yang (2008) e Lehn, Patro e Zhao (2009).

A composição e a quantidade de conselheiros externos tendem a diminuir à medida que os custos de monitoramento aumentam. Isso foi demonstrado por Raheja (2005) e Adams e Ferreira (2007).

DUALIDADE DO PAPEL DO CEO

Entre 2001 e 2011, o percentual de empresas listadas no S&P 500 com uma estrutura separada de liderança do Conselho de Administração e do presidente executivo cresceu de 26% para 41% (SPENCER STUART, 2011).

No Brasil, as companhias de capital aberto listadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, no segmento de listagem do Novo Mercado, passaram a ter a obrigatoriedade da segregação das posições de presidente do Conselho de Administração e executivo somente a partir do ano 2018. Os demais segmentos de listagem não têm essa obrigatoriedade.

Para MacAvoy e Millstein (2004) e Monks e Minow (2008), o aumento da segregação das posições de presidente do Conselho de Administração e executivo é devido, principalmente, à insistência de que representa a melhor adoção de práticas de governança corporativa.

Há tempos, Fama e Jensen (1983), Jensen (1993) e Goyal e Park (2002) sugerem que as funções de monitoramento exercidas pelo Conselho de Administração são prejudicadas quando o CEO tem uma dupla função: diretor presidente e participação no Conselho de Administração.

A separação dos papéis de CEO e do Conselho de Administração não é somente para reduzir os poderes do CEO - *powerfull CEOs*, mas indica aos investidores que o monitoramento adequado ocorre. Essa política de pesos e contrapesos é tão somente para definir adequadamente os papéis de cada um na corporação, sendo o presidente do Conselho de Administração o guardião legal dos interesses dos proprietários e o presidente executivo (CEO) aquele legalmente responsável pela boa administração da empresa (BITTAR, 2003).

Embora para a teoria da agência essa segregação seja vista de forma positiva, há outros casos em que essa segregação é vista como uma ocasião para uma quebra de comunicação. Com isso, há uma maior assimetria de informações entre o CEO e o Conselho de Administração (LORCA, SÁNCHEZ-BALLESTA e GARCÍA-MECA, 2011).

A dualidade do CEO - a prática de um único indivíduo atuando como CEO e presidente do Conselho de Administração - é um dos fenômenos de governança corporativa mais discutidos (DALTON, HITT, CERTO e DALTON, 2007). Isso porque gera um poder discricionário para o CEO, e este exerce influência significativa no Conselho de Administração para a tomada de decisões unilaterais e maximizadoras de sua utilidade.

Linck, Netter e Yang (2008) também corroboram os resultados de seu estudo com a hipótese de que as empresas escolhem as estruturas do Conselho de Administração com base nos custos e benefícios do monitoramento e aconselhamento. Se, de um lado, o monitoramento protege contra o comportamento prejudicial, de outro, o aconselhamento fornece informações sobre a estratégia. Assim, é percebido que empresas com grandes oportunidades de crescimento, altos investimentos em pesquisa e desenvolvimento e volatilidade significativa do preço das ações estão associadas a Conselhos de

Administração menores e menos independentes, enquanto grandes empresas tendem a ter Conselhos de Administração maiores e mais independentes.

Groening (2019) corrobora o entendimento de que a dualidade gera a concentração de poder e, dados os eventuais conflitos, requer um maior nível de monitoramento pelo Conselho de Administração, portanto, maior diversidade na sua estrutura. Na mesma direção, a existência de níveis elevados de concorrência de determinados setores traz a tendência para a composição diversificada do Conselho de Administração, em gênero e independência. Mas, o oposto é revelado para segmentos de indústria com maior regulamentação governamental, em que a diversificação se faz menos necessária, portanto, menos valiosa para a empresa.

Para Krause, Semadeni e Canella (2014), grande parte das pesquisas sobre a dualidade do CEO é relacionada com o desempenho da firma. Mas, é possível trazer outras variáveis que circunscrevem questões da dualidade, tais como a sucessão, o entrincheiramento e a aversão a riscos ou tomada excessiva de riscos.

A sucessão do presidente executivo das empresas é preponderante quando há um fraco desempenho. Entretanto, a dualidade seria um efeito moderador, ou melhor, capaz de evitar a rotatividade, mesmo com desempenho inferior às expectativas (KRAUSE, SEMADENI e CANELLA, 2014).

Na mesma direção, Goyal e Park (2002) analisaram a existência e alguma relação entre a dualidade do exercício das funções de CEO e presidente do Conselho de Administração dadas a um indivíduo e a decisão do Conselho pela substituição de um CEO ineficaz. A sensibilidade da rotatividade dos CEOs em face do desempenho é significativamente menor quando há a dualidade. A falta de segregação das posições de presidente do

Conselho de Administração e executivo dificulta a demissão desse executivo com desempenho insatisfatório.

Adams, Almeida e Ferreira (2005) indicam que a influência do CEO sobre as decisões do Conselho de Administração é parte da variabilidade do desempenho econômico-financeiro das empresas. De acordo com os resultados da pesquisa, a interação é dada por conta das características do presidente executivo, como, por exemplo, ser o fundador da empresa e ter títulos expressivos e reconhecidos.

Outra categoria de estudos sobre a dualidade é o entrincheiramento. Uma suposição bastante comum na pesquisa de dualidade é que os CEOs têm a propensão de utilizar a autoridade discricionária de presidente do Conselho de Administração para se entrincheirar e não ter de prestar contas sobre suas decisões e/ou resultados (FINKELSTEIN e D'AVENI, 1994). Para esses casos, uma abordagem de estudo é a sucessão, ou, então, a forma como o Conselho de Administração conduz o monitoramento das atividades do presidente executivo, com relação aos efeitos contrastantes que a dualidade produz, sendo uma delas a manutenção do CEO no ápice da corporação, corroendo a capacidade de monitoramento e disciplina do Conselho de Administração. Mas, por outro lado, diz-se que a dualidade cria uma estrutura de comando unificada, promovendo certeza e capacidade de decisão à tomada de decisões, e fomenta a confiança das partes interessadas.

Tuggle, Sirmon, Reutzler e Bierman (2010) pesquisaram sobre a atenção dos Conselhos de Administração no monitoramento. Para tal, analisaram centenas de transcrições de reuniões do Conselho, cujo resultado foi de que membros desse Conselho não mantêm níveis constantes de atenção para o monitoramento, mas alocam seletivamente a atenção para sua função de monitoramento. O desempenho anterior e a dualidade afetam a

alocação dos conselheiros. Exemplificando: desempenho positivo reduz a atenção da função de monitoramento. Já para a dualidade, é percebido que o controle é exercido pela agenda de reunião e a localização das reuniões. Finalmente, tem-se que os membros do Conselho não monitoram consistentemente a Administração para proteger o valor do acionista. Os comportamentos de monitoramento dos membros do Conselho são contextualmente dependentes. A dependência contextual da atenção do Conselho ao monitoramento sugere que esforços adicionais para garantir a proteção dos interesses dos acionistas sejam incluídos.

Outro ponto relevante de discussão é que a dualidade confere poder discricionário ao CEO para que este reduza sua participação na tomada por decisões de risco na empresa (FINKELSTEIN, 1992). A gestão do nível de riscos tomados pela empresa, ou a definição do risco ótimo, pode se tornar objeto de conflito de interesses entre administradores e acionistas (EISENHARDT, 1989; JENSEN e MECKLING, 1976).

Para Krause, Semadeni e Canella (2014) é possível observar três caminhos, nos quais os CEOs têm a possibilidade de gerenciamento de sua participação em riscos: (i) pela determinação da remuneração de executivos; (ii) pelo estabelecimento das estratégias; e (iii) pelas irregularidades ou ilegalidades corporativas - denominadas *wrongdoing*.

É sabido que a remuneração dos executivos é estabelecida pelo Conselho de Administração, mas a existência de CEOs com dualidade pode influenciar a sua remuneração e a preferência por riscos. Por isso, tem-se a hipótese de que a remuneração dos executivos reflete a aversão ao risco do CEO com dualidade de cargos. Aqueles avessos ao risco evitarão parcelas variáveis de remuneração, ou de dependência econômico-financeiro da empresa, preferindo a maior parte da sua remuneração em parcelas fixas (WESTPHAL e ZAJAC, 1995; POLLOCK, FISCHER e WADE, 2002).

A estratégia adotada pela firma é também exposição a riscos, e o CEO os molda de acordo com sua própria aversão ao risco ou, efetivamente, opta por sua redução. Ellstrand, Tihanyi e Johnson (2002), via perspectiva da teoria da agência, examinaram as características do Conselho de Administração - a dualidade do CEO - com relação a investimentos estrangeiros. Os resultados indicaram que a dualidade reduziu os riscos dos investimentos com ativos cujos resultados eram preditivos ou ajustados ao risco da dualidade.

Castañer e Kavadis (2013) investigaram se a dualidade e a existência de oportunismo corroboram para a diversificação financeira da firma. O oportunismo gerencial e a aversão ao risco postulado pela teoria da agência são decorrentes da falta de alinhamento e controle de interesses e levam a decisões valorizadas, de gerenciamento de resultados e de diversificação financeira. Para esses casos, a segregação dos papéis do CEO, entre presidente executivo e do Conselho de Administração, teve a eficácia como um dos mecanismos internos de governança corporativa. Por outro lado, a remuneração variável não teve a mesma significância.

Jensen (1986 a, b) entende que a disponibilidade de recursos financeiros - ou seja, o fluxo de caixa livre (FCF) - estimula os altos executivos a se engajarem em decisões corporativas que reduzam o valor para os acionistas.

Finalmente, alguns estudos examinaram o efeito da dualidade do CEO em casos de irregularidades ou ilegalidades corporativas - o denominado *wrongdoing*. Embora não seja necessariamente errado, o gerenciamento de resultados é certamente uma prática questionável, que envolve a utilização de práticas discricionárias, permitindo influenciar os resultados.

Para Davidson, Jiraporn, Kim e Nemec (2004), os resultados do estudo indicam que Conselhos de Administração com características de dualidade têm maiores probabilidades de uso discricionário de provisões para o gerenciamento de resultados.

O'Connor, Priem, Coombs e Gilley (2006) também pesquisaram sobre a influência da dualidade do CEO no gerenciamento de resultados, principalmente quando a remuneração do presidente executivo e do Conselho de Administração estava atrelada à modalidade de *stock options*. A composição da remuneração é um mecanismo de incentivo quanto ao conflito entre principal e agente.

A estrutura da remuneração pode ser fixa, variável e diferida. As formas de liquidação podem ser em pecúnia, ações e diferidas. Essas remunerações são conhecidas, também, como dívidas internas, que são representadas por pensões e outros pagamentos com realização em longo prazo. O caso mais recente sobre esse tipo de remuneração é o do presidente do Conselho de Administração da Nissan, Carlos Gohsn.

A divulgação sobre remunerações, até 2006, nos EUA, era muito limitada, em especial as dívidas internas. No Brasil, tal obrigatoriedade, muito embora limitada, foi a partir do Novo Mercado - segmento especial de listagem da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão.

Estudos posteriores, tais como os de Bebchuk e Jackson (2005), Sundaram e Yermack (2007), Gerakos (2010), Edmans e Liu (2011) e Wei e Yermack (2010, 2011), demonstraram que CEOs possuem montantes substanciais de dívida, denominadas “dívidas internas”, na forma definida como benefícios de pensões e compensação diferida. Em alguns casos, os CEOs têm ainda mais dívida que ações da própria empresa.

Wei e Yermack (2010, 2011) identificaram que a divulgação sobre dívidas internas traz volatilidade das ações e precifica a redução de valor de mercado da empresa. Esses efeitos

de destruição de valor persistem até por muitos meses após a data de divulgação, e sua magnitude é consistente com as estimativas de outros estudos sobre os custos de dívida da agência que surgem de distorções de investimento de risco.

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

A estrutura de propriedade é um mecanismo de controle interno que se baseia nos aspectos que definem a propriedade da empresa e se refere à maneira pela qual os títulos ou direitos de representação permitem a distribuição do capital da empresa em uma ou mais pessoas físicas ou jurídicas. O poder de monitoramento derivado da estrutura de propriedade resulta em um tipo de controle exercido sobre a empresa e, particularmente, sobre a Alta Administração (GONZALEZ e GARCÍA-MECA, 2014).

A visão convencional de que a forma da distribuição da participação acionária de uma empresa não tem influência sobre o valor da empresa foi contestada pelos estudos de Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976). Os resultados corroboram que o valor da firma é uma função de como as ações são alocadas entre *insiders* e *outsiders*.

A estrutura de propriedade de uma empresa é relevante na composição da governança corporativa, pois entende-se que empresas bem administradas estabelecem controles que asseguram que indivíduos e grupos conectados com a empresa não influenciam negativamente suas atividades e que seus ativos não sejam usados para o benefício de um grupo seletivo em desvantagem da maioria.

Grande parte dos estudos na academia corrobora o entendimento de que as estruturas de propriedade desempenham papel central na determinação do grau de alinhamento dos interesses dos proprietários e gerentes. As empresas podem ser definidas por um *mix* de

diferentes tipos de investidores, com poucas exceções; estes tornam-se proprietários com o objetivo de atingir suas próprias metas financeiras.

A figura 1, a seguir, é a representação de Dalton *et al.* (2003) resumida da vasta literatura da estrutura de propriedade como uma forma de governança corporativa, em que se especifica como esse *mix* de diferentes tipos de acionistas influenciam e contribuem para certos atributos e resultados das empresas.

Figura 1 - Estrutura Descritiva da Propriedade como Forma de Governança Corporativa



Fonte: Elaborado pela autora. Adaptado de Connelly, Hoskisson, Tihanyi e Certo (2010). Disponível em: <https://onlinelibrary-wiley.ez95.periodicos.capes.gov.br/doi/full/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>. Recuperado em 28/05/2019.

Para Bushee (2004) e Demsetz e Villalonga (2001), a estrutura de propriedade não é uma variável exógena, uma vez que tem relação direta com as decisões tomadas pelos gestores na empresa. Assim, há metodologia de mensuração do grau de separação entre propriedade e controle. Berle e Means (1932), Demsetz e Lehn (1985), Bebchuck (2005) e Santiago-Castro e Brown (2007) desenvolveram tal metodologia. São índices que representam a concentração de ações dos proprietários para caracterizar a estrutura de controle das organizações que transacionam capital em bolsas de valores.

Hermalin e Weisbach (1988) utilizaram a metodologia para medir a independência do Conselho de Administração, pois ela indica a proporção entre membros internos e externos em sua composição, conseqüentemente, a probabilidade de expropriação dos principais pelos agentes.

O segmento de instituições financeiras, em especial, bancos, de forma geral, em grande parte dos países, é concentrado. Elas são, também, do tipo privada e familiar ou pública governamental. O controle difuso é uma exceção e só é observado em mercados com maior proteção ao acionista minoritário (CAPRIO, LAEVEN e LEVINE, 2007).

No quadro 2, a seguir, estão demonstradas as estruturas de propriedade dominantes e as principais pesquisas sobre o papel de governança dessas diferentes formas de propriedade. Dadas as características dos bancos no Brasil, as estruturas de maior preponderância são a do controle em bloco, a participação dos executivos (*insiders*) como membros do Conselho de Administração e, eventualmente, a estrutura de propriedade. Muitos dos investidores individuais são proprietários das ações não preferenciais e/ou de fundos de investimentos em carteiras desse segmento de indústria, não relevantes para a categorização de outros agentes da governança corporativa.

Quadro 2 - Estrutura de Propriedade e Formas e o Papel da Governança Corporativa

<i>Insider/Outsider</i>	Autores	Questões identificadas
Executivos	Dalton <i>et al.</i> (2003); McGuire e Matta (2003)	O suporte empírico para a teoria da agência - os benefícios de se ter executivos na estrutura de propriedade - tem resultados mistos.
	Rajgopal e Shevlin (2002); Desai e Dharmapala (2006); Devers <i>et al.</i> (2007)	Estudos mostram evidências conflitantes sobre como a participação dos executivos influencia o alinhamento de metas e a decisão por riscos.
Diretores do Conselho de Administração	Certo <i>et al.</i> (2001)	Diretores do Conselho de Administração na estrutura de propriedade sinalizam ganhos em longo prazo.
	Hermalin e Weisbach, (2003); Kosnik (1990)	A composição do Conselho de Administração tem maior relação com a

<i>Insider/Outsider</i>	Autores	Questões identificadas
		qualidade das decisões tomadas sobre substituição do CEO, remuneração e aquisições hostis ou não. Há um <i>mix</i> de evidências sobre a existência de diretores internos e/ou externos à organização.
Colaboradores - não executivos e diretores	Blasi <i>et al.</i> (2003); Jones e Kato (1995)	É criado um vínculo psicossocial que está ligado à eficácia, à satisfação e ao desempenho.
	Welbourne e Gomez-Mejia (1995); Buchko (1993)	Os estudos demonstram essas relações com um modelo de satisfação extrínseco ou instrumental.
Controle em bloco - <i>blockholders</i>	Holderness (2003); Shleifer e Vishny (1997); Mehran (1995)	Pesquisa empírica sobre a propriedade individual, com foco em <i>insiders</i> , geralmente ignorando <i>outsiders</i> individuais, ou, então, agregados como o grupo de investidores institucionais.
	Anderson e Reeb (2003); Gomez-Mejia <i>et al.</i> (2003)	A propriedade familiar raramente cria valor, pois busca uma proteção socioemotiva para seu capital investido.
	Tihanyi e Hegarty (2007); Megginson e Netter (2001); Shirley e Walsh (2001)	A pesquisa empírica destaca os problemas associados às empresas do tipo estatal, como, por exemplo, a existência de orçamentos flexíveis, inovação reduzida, corrupção e concorrência limitada.
	Maury e Pajuste (2005)	A existência de múltiplos <i>blockholders</i> traz uma relação de dependência e poder.
Outros agentes	Arthurs <i>et al.</i> (2008); Grinstein e Michaely (2005)	É criado um relacionamento de dupla agência, mas tem de superar os obstáculos à governança encontrados por outros acionistas.
	Edwards e Hubbard (2000)	Os investidores institucionais são sensíveis à pressão e não se apresentam como bons monitoradores das atividades das empresas.
	Brickley <i>et al.</i> (1988)	Investidores institucionais não têm papel sistemático na governança corporativa, principalmente quando são sensíveis à pressão de forma indeterminada.
	Tihanyi <i>et al.</i> (2003); David <i>et al.</i> (2001)	Investidores institucionais resistentes à pressão têm uma forte influência em uma ampla gama de resultados firmes.
	Connelly <i>et al.</i> (2010); David <i>et al.</i> (2010)	Investidores institucionais de curto e longo prazos têm interesses diferentes e, às vezes, são concorrentes.
	Elango <i>et al.</i> (1995); Lockett e Wright (2001)	Empreendedores e investidores de capital de risco podem ser pouco ativos, mas, por vezes, participam do aconselhamento.
	Bruton <i>et al.</i> (2009)	A influência de investidores-anjo e investidores em capital de risco varia de acordo com o seu ambiente institucional.

Fonte: Elaborado pela autora. Adaptado de Connelly, Hoskisson, Tihanyi e Certo (2010). Disponível em: <https://onlinelibrary-wiley.ez95.periodicos.capes.gov.br/doi/full/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>. Recuperado em 28/05/2019.

Finalmente, é importante ressaltar que estudos sobre a estrutura de propriedade e seus atributos estão dispersos em diversas áreas da ciência social aplicada, tais como finanças, contabilidade, economia, direito e administração geral, exemplificados e não restritos, por Demsetz e Villalonga (2001), Bushee (2004), Gompers e Metrick (2001), Bainbridge (2003) e Hoskisson *et al.* (2002).

CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE

Os aspectos de concentração e dispersão de propriedade também são considerados mecanismos de controle para fins de governança corporativa. Há dois aspectos relevantes na estrutura de propriedade: (i) grau de concentração; e (ii) sua composição. O grau de concentração de propriedade em uma empresa determina como o poder é distribuído entre acionistas e administradores. Assim, a concentração de propriedade mede o poder dos acionistas (principal) em influenciar os administradores/gerentes (agente) (THOMSEN e PEDERSEN, 2000).

Em companhias de capital aberto, a principal preocupação é o risco de que a Administração possa comportar-se de maneira oportunista às custas dos acionistas, na forma de desalinhamento de interesses ou problemas do principal-agente.

A maioria das pesquisas empíricas sobre o efeito da concentração acionária no gerenciamento de resultados indica que os proprietários exercem um maior monitoramento; com isso, há menos oportunidades para gerenciamento de resultados (YEO *et al.*, 2002). Por outro lado, Davidson *et al.* (2004) e Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007) não encontraram relação significativa.

Os mecanismos de controle para fins de governança e redução dos problemas de agência são extensos, mas podem funcionar como dispositivo substituto entre eles. Exemplificando, é esperado que a concentração da estrutura de propriedade propicie um melhor monitoramento, mas diminui o benefício de outros mecanismos, como a qualidade da divulgação das informações (CLAESSENS e FAN, 2002).

A concentração da estrutura de propriedade, também, pode acarretar aos demais acionistas acesso restrito às informações, dado o grau de envolvimento nas atividades da empresa. É a hipótese de expropriação dos interesses dos acionistas minoritários.

INSIDERS

Na composição da estrutura de propriedade, os *insiders* representam um mecanismo interno e de controle para a governança corporativa. São representados pelo time de executivos do alto escalão, pelos membros da diretoria e pelos colaboradores não pertencentes ao alto escalão das empresas.

A participação acionária de *insiders* auxilia no alinhamento de interesses dos administradores e acionistas - é a abordagem de convergência de interesses ou de alinhamento (DALTON *et al.*, 2003). Essas pessoas de dentro (*insiders*) tendem a ser motivadas a tomar decisões que sejam consistentes com os interesses do grupo mais amplo de acionistas.

É uma forma de redução dos custos de agência. Berle e Means (1932) propuseram, pela primeira vez, que o desempenho da empresa poderia depender da adequada distribuição de participação entre acionistas, gestores e investidores.

O apelo dessa perspectiva reside em sua simplicidade, à medida que os executivos ganham maiores participações e têm maior propensão a empregar recursos firmes em

direção da lucratividade em longo prazo e menor propensão de se esquivar da execução de suas responsabilidades (JENSEN e MECKLING, 1976). Ao mesmo tempo, há outras pesquisas que observam os possíveis efeitos perniciosos da participação dos executivos na estrutura de propriedade, principalmente ao entrincheiramento (MORCK *et al.*, 1988).

O entrincheiramento confere aos executivos (*insiders*) maiores oportunidades de perceber gratificações e privilégios e, eventualmente, pode alterar o perfil de risco da empresa para proteção própria ou para eventuais ganhos na composição da estrutura de capital. Rajgopal e Shevlin (2002) indicam alterações no perfil de risco, enquanto Desai e Dharmapala (2006) observam efeitos opostos.

A teoria da agência sugere que a participação de *insiders*, em uma estrutura ótima, pode colaborar para o alinhamento de interesses e de incentivos. Muitas pesquisas foram realizadas *a posteriori* e há um *mix* de resultados. Bhattacharya (1981) e Devers, Cannella, Reilly e Yoder (2007) corroboram resultados de que a elevada participação de executivos traz desalinhamento de incentivos e de política de dividendos e sugere práticas de gerenciamento de resultados.

Sob o aspecto de integração e eficiência da tomada de decisões, Cornett, Marcus e Tehranian (2008) corroboram o entendimento de que altos níveis de participação dos *insiders* podem até ter certa ineficácia, mas elevam a maximização das decisões. Não descartam a sugestão de práticas de gerenciamento de resultados e da hipótese do entrincheiramento da firma.

Os membros da diretoria representam os interesses dos acionistas e, ao mesmo tempo, têm acesso às informações específicas da empresa, as quais podem não estar disponíveis para outros investidores, e, eventualmente, algumas ações estratégicas (KOSNIK, 1990).

Há, de fato, alguma evidência de que a mudança na participação deles sinalizaria potencial ganho em longo prazo para outros acionistas, e as participações acionárias dos membros do Conselho de Administração podem sinalizar o potencial de ganhos em longo prazo da empresa para outros proprietários (CERTO *et al.*, 2001).

Caprio, Laeven e Levine (2007) identificaram que a concentração de propriedade no segmento de bancos traz efeitos positivos, pois reduz os incentivos para que os *insiders* expropriem os recursos para uma eventual valorização do valor de mercado das instituições financeiras.

2.5 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Dechow e Skinner (2000) ressaltam que, na literatura acadêmica sobre gerenciamento de resultados, há pelo menos duas definições representativas, como segue:

Schipper (1989, p.92): “... intervenção inadequada no processo de preparação das demonstrações financeiras, com a intenção de obter algum ganho privado ...”.

Healy e Wahlen (1999, p.368): “O gerenciamento de resultados ocorre quando os executivos estruturam transações via utilização do julgamento no processo de preparação das demonstrações financeiras, alterando o desempenho econômico, influenciando as partes interessadas”.

Para Dechow e Skinner (2000), embora tais definições sejam amplamente aceitas, são difíceis de operacionalização por meio dos dados contábeis, porque há intenção da gerência, o que torna, de certa forma, inobservável.

Os executivos das empresas geralmente adotam práticas de gerenciamento de resultados para que seus objetivos de negócios sejam viabilizados e atingidos (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN *et al.*, 2008; ZANG, 2012).

Graham *et al.* (2005) e Rodriguez-Perez e van Hemmen (2010) evidenciam que as preocupações dos gestores sobre o desempenho da firma trazem a motivação necessária para tal. Os resultados indicam que a busca por ganhos de curto prazo compromete os resultados futuros da firma.

Um dos principais indicadores de representação de ganhos são os lucros, pois são anuidades futuras esperadas com características de previsibilidade e recorrência. Os executivos da Alta Gerência atuam para que os lucros sejam altamente recorrentes e previsíveis. Isso porque tais atributos melhoram sua reputação para com os analistas e investidores. Mas isso não significa que são lucros de boa qualidade, porque é possível que não angariem o valor intrínseco da empresa, portanto, não são bons (DECHOW e SCHRAND, 2004).

Dechow e Schrand (2004) afirmam que os lucros divulgados são uma métrica de análise, mas há outras formas comparativas, como, por exemplo, ROA - retorno sobre o ativo; esse indicativo é uma boa medida de taxa interna de retorno para com o portfólio de projetos da empresa e, também, indica a qualidade dos lucros. Outra definição sobre esse conceito é que os lucros são de alta qualidade quando o retorno sobre o patrimônio líquido é uma boa medida da taxa interna de retorno do atual portfólio de projetos da empresa.

A qualidade dos lucros divulgados difere entre empresas do mesmo segmento, porque exige a determinação de provisões advindas de estimativas e julgamentos exercidos pelos executivos da empresa dados aos atributos do negócio. Portanto, é possível existir diferenças, mesmo na ausência intencional de gerenciamento de resultados (DECHOW e SCHRAND, 2004).

A análise do gerenciamento de resultados consiste na identificação do uso discricionário de provisões pela equipe de executivos experientes da empresa. Há vários constructos aplicados que corroboram a busca do uso oportunista.

Gerenciamento de resultados requer oportunidade e motivo, representados por incentivos dados pela própria empresa. A decisão por fazê-lo é a representação de um *trade-off* entre custos e benefícios. Para Dechow e Schrand (2004) há pelo menos três fatores que criam incentivos para tal comportamento; são eles: (i) transações em mercados de capitais para emissão de ações, em que os administradores manipularam os lucros para atingimento de um preço-alvo; (ii) divulgações ascendentes de lucros por ação ou manutenção para supostamente atender às expectativas dos analistas de mercado; e (iii) incentivos contratuais, por exemplo, manipulação do desempenho para manutenção de cláusulas restritivas de endividamento e aumento da remuneração dos bônus.

As práticas de gerenciamento de resultados são em grande parte realizadas por acréscimos discricionários de provisões e estimativas para o gerenciamento dos lucros a serem divulgados. Essas práticas são comumente denominadas nas pesquisas internacionais de *earnings management* (EM).

Há também o gerenciamento real das operações e/ou atividades. É o denominado *real earnings management* (REM). É uma ação intencional para alterar os ganhos divulgados para uma determinada direção, por meio da alteração do calendário ou da estruturação de uma transação, investimento ou financiamento (HEALY e WAHLEN, 1999; FUDENBERG e TIROLE, 1995; DECHOW e SKINNER, 2000).

A ideia de que os executivos se envolvem em atividades reais de manipulação é corroborada pelos resultados das pesquisas de Graham *et al.* (2005), os quais relatam que 80% dos participantes da pesquisa, no caso, os executivos em finanças, afirmaram que,

para manutenção dos lucros, reduzem gastos com pesquisa e desenvolvimento, propaganda e manutenção. Mais da metade, 55,3%, adiará um novo projeto para atingir uma meta. Em ambos os casos, é alteração de uma transação operacional da atividade da empresa, por isso, denominada de gerenciamento real das atividades.

Um dos casos recentes no Brasil, que se assemelha à descrição de gerenciamento real das atividades, são as operações da Vale do Rio Doce para a desmobilização dos ativos, ou o seu fechamento. De fato, as provisões para esse tipo de procedimento são registradas em suas demonstrações financeiras; entretanto, a sua consecução depende da disponibilidade dos fluxos de caixa e da efetiva determinação do fechamento do negócio pelos seus gestores.

Muitas vezes, os executivos evitam a divulgação de perdas e de notícias de cunho negativo, porque temem o não atingimento das metas previstas pelos principais analistas de mercado. Para o alcance de tais resultados, eles manipulam as atividades operacionais (ROYCHOWDHURY, 2006).

Uma das formas de análise do gerenciamento de resultados praticada pelas empresas é a adoção de escalas, como as desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), que foram aplicadas em empresas de diversos países. A escala leva em conta quatro medidas para análise do gerenciamento de resultados: (i) a volatilidade dos lucros em relação à volatilidade dos fluxos de caixa; (ii) a correlação entre os fluxos de caixa e as provisões; (iii) a extensão da discricionariedade das provisões com base na magnitude absoluta de acréscimos em relação ao valor absoluto dos fluxos de caixa; e (iv) a extensão da prevenção às perdas. Nesse estudo, uma escala alta indica a existência de gerenciamento de resultados.

Os resultados da pesquisa de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) demonstraram que os países com grandes mercados de ações, propriedade dispersa, fortes direitos dos investidores e fortes exigências legais, como, por exemplo, EUA, Austrália e Reino Unido, tiveram as menores pontuações na escala, portanto, menor propensão à utilização de gerenciamento de resultados.

Beatty *et al.* (1995) analisaram uma amostra de 148 bancos comerciais que evidenciaram práticas de gerenciamento de resultados nas rubricas de provisões para perdas com empréstimos e ajustes nas transações com ganhos e perdas de diversos títulos. Nesse caso, os executivos mesclaram as duas formas de gerenciamento de resultados, pois obtiveram resultados com níveis de capital exigido para os bancos - prática de REM e manutenção dos lucros e tributação - EM.

As instituições financeiras são um dos segmentos de negócios mais regulados no mundo. Um dos motivos é a globalização e a necessidade de garantia da absorção de choques macroeconômicos. Isso trouxe o marco regulatório de Basel, ou da Basileia. Ainda assim é possível observar práticas de gerenciamento de resultados.

Agarwal *et al.* (2007) analisaram a utilização de perdas com empréstimos e ganhos em carteiras de títulos para composição da análise de eventual gerenciamento de resultados em bancos japoneses. Nesse estudo, houve a segregação em três momentos econômicos distintos no Japão: (i) pujança econômica e presença de bolha na precificação dos ativos (1985-1990); (ii) estagnação do crescimento com dificuldades financeiras (1991-1996); e (iii) recessão severa aliada à crise de crédito (1997-1999).

As evidências da pesquisa de Agarwal *et al.* (2007) foram de que os bancos utilizaram o gerenciamento dos ganhos das carteiras de títulos nos três períodos distintos. Essa constatação sugere que os bancos japoneses realizaram ganhos com a venda de títulos, a

fim de compensar o impacto adverso das provisões para perdas com operações de crédito, com isso, o gerenciamento dos lucros.

As atuais regras de provisionamento com perdas em empréstimos para bancos permitem a construção de reservas baseadas em projeções cujo objetivo é absorver as perdas de crédito esperadas. É o movimento pró-cíclico, utilizado para o reconhecimento da provisão para créditos de liquidação duvidosa em detrimento da má aplicação do modelo das perdas incorridas. O mecanismo pode ser tanto proativo quanto passível do gerenciamento de resultados (BEATTY e LIAO, 2009).

A prática de gerenciamento de resultados é decorrente dos conflitos de interesses existentes entre a segregação do proprietário e o gestor. Para muitos pesquisadores, e os próprios precursores da teoria moderna de governança corporativa, Jensen e Meckling (1976), os incentivos, em sua forma de composição da remuneração, são uma forma de contenção dos conflitos e de redução de eventuais comportamentos oportunistas.

A eficácia da composição da remuneração pode ser limitada, principalmente quando há a opção por ações da firma. Embora represente engajamento dos executivos para melhor desempenho da empresa, pode coexistir a intenção de gerenciamento de resultados. É o que Cohen *et al.* (2008) observaram em seu estudo realizado em um período *ex ante* Sarbanes-Oxley, de 1997 a 2002. Os novos requerimentos de governança contribuíram para que os executivos tivessem comportamentos oportunistas, em face da probabilidade de não cumprimento das expectativas da nova lei.

A fração da remuneração dos executivos vertida em participação acionária tornou-se foco de pesquisas, uma vez que há propensão dos gerentes em gerenciar os resultados para um melhor desempenho futuro dos valores das ações e, assim, realizarem a alienação (CHENG e WARFIELD, 2005)

Dando continuidade aos estudos, Cheng, Warfield e Ye (2011) novamente examinaram a relação entre os incentivos dados aos executivos na forma de ações das empresas - *stock options* - e as práticas de gerenciamento de resultados no segmento de bancos. Os resultados indicaram que os executivos do alto escalão são mais propensos ao gerenciamento de lucros quando os índices de exigências regulatórias de capital estão próximos aos exigidos pelos órgãos reguladores. Esses resultados corroboram o entendimento de que a regulamentação do setor nem sempre é mitigadora das práticas de gerenciamento de resultados; ao contrário, pode vir a ser uma incentivadora para a manutenção da empresa no segmento de indústria.

Bergstresser e Philippon (2006) também corroboram os resultados de que empresas cuja remuneração do presidente executivo (CEO) tenha vínculo com o desempenho do valor das ações, e seu pagamento é em opções, tendem ao uso discricionário das estimativas e provisões como forma de gerenciamento de resultados. Foi observado que, em período de extensiva utilização de estimativas e provisões, os CEOs exercem a opção das ações. Posteriormente, alienam à opção de ações, em conjunto com os demais *insiders*.

Klein (2002a, 2002b, 2006) fornece evidências de que a gestão de resultados é positivamente relacionada quando o CEO faz parte do Comitê de Remuneração do Conselho de Administração. Por outro lado, há correlações negativas se existir um grande acionista participante no mesmo Comitê. Esses resultados sugerem que os Conselhos estruturados e com maior independência do CEO podem ter maior eficácia no monitoramento das atividades e coibir práticas de gerenciamento de resultados.

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM PERÍODOS DE ESTRESSE POLÍTICO-ECONÔMICO

Grande parte dos estudos sobre gerenciamento de resultados é sobre os determinantes e as consequências da adoção da prática, mas nem sempre leva em consideração o ambiente macroeconômico. Para isso, são mantidas constantes as variáveis macroeconômicas, ou, então, há a inferência de que não há influência ou incentivo às práticas de gerenciamento nesse período.

Há diversas razões para que se acredite que as práticas de gerenciamento de resultados podem ser maiores em períodos em que há estresse econômico, porque é provável que haja um desempenho econômico-financeiro inferior ao *benchmarking* ou comparativamente aos anos anteriores. Por isso, é provável que os gerentes e administradores estejam engajados na manutenção dos índices de rentabilidade, nos lucros, etc. (AHMAD-ZALUKI, CAMPBELL e GOODACRE, 2011).

As motivações para a prática de gerenciamento de resultados podem ser resultantes dos conflitos de agência ou das expectativas do mercado. A propensão para não relatar perdas, prejuízos ou eventos inesperados é exemplo de práticas de gerenciamento de resultados para atendimento às expectativas de mercado (AYERS *et al.*, 2006).

Para Charitou, Lambertides e Trigeorgis (2007), há diversos motivos e circunstâncias para os quais os gerentes e administradores adotam práticas de gerenciamento para elevar ou reduzir os lucros da firma, principalmente em momento de estresse financeiro, incapacitando a geração de fluxos de caixa para a cobertura de suas obrigações.

Muitos desses motivos são escolhas deliberadas por parte dos gerentes. Há casos em que estes atuam em nome dos acionistas, mas também podem ser motivados pelo interesse

próprio. Esse comportamento pode ser resultante de pressões do mercado ou da intervenção de auditores e credores. Por isso, eles evitam o declínio do preço das ações, o que impactaria diretamente a remuneração da Alta Administração.

Dichev e Skinner (2002) ressaltam que períodos de recessão também contribuem para as práticas contábeis discricionárias aplicadas ao cumprimento de contratos de empréstimo, e Shrieves e Dahl (2003) observaram tal comportamento para requerimentos regulatórios setoriais - Acordo da Basileia. Os bancos japoneses utilizaram-se do gerenciamento de resultados para a arbitragem de capital regulamentar.

As condições macroeconômicas afetam a qualidade dos resultados, dos lucros e do conteúdo relativo às divulgações das demonstrações financeiras das empresas. Jenkins, Kane e Velury (2009) argumentam que as informações financeiras refletem tanto as consequências das condições econômicas quanto os efeitos das atividades da empresa, mas acreditam que o registro de lucros é de maior relevância em tempos de recessão.

Para Chan, Chan, Jegadeesh e Lakonishok (2006), o foco em resultados positivos é tão intenso que o mercado sugere a fixação de múltiplos: de retorno e lucros para os segmentos de indústria. Em face desse intenso foco, outros indicadores de desempenho financeiro operacional são deixados à parte.

Por isso, há uma crescente preocupação com relação à “qualidade dos lucros” das empresas; ou melhor: até que ponto os lucros divulgados refletem os fundamentos operacionais e/ou eventualmente os ciclos de negócios. Pois o foco em lucro líquido traz o incentivo para que os gestores utilizem de forma agressiva regras contábeis somente para não decepcionar investidores e analistas de mercado com as projeções dos resultados (CHAN, CHAN, JEGADEESH e LAKONISHOK, 2006).

Em tempos de recessão, é provável que os investidores exijam uma postura conservadora dos seus gerentes em face da maior incerteza sobre os resultados futuros (BEAVER e RYAN, 2005).

Na literatura fala-se em conservadorismo condicional e incondicional. O primeiro diz respeito ao conservadorismo que reflete tempestivamente as perdas econômicas sofridas durante os ciclos econômicos, e o segundo, quando não representa fidedignamente tais movimentos. Em perspectiva econômica de contração, o conservadorismo incondicional fornece números tendenciosos para qualquer modelo de predição de resultados futuros (BEAVER e RYAN, 2005).

Entre diversas medidas sobre o conservadorismo contábil adotado na preparação das demonstrações financeiras, há que se ressaltar as provisões e seus acréscimos no capital circulante líquido. De forma geral, estes são indicadores potencialmente importantes para a avaliação da qualidade dos lucros e do processo de avaliação de empresas para a determinação de seu valor de mercado. Isso porque, em parte, as provisões representam a diferença entre o lucro registrado nas demonstrações financeiras e os seus respectivos fluxos de caixa. Essas diferenças são devido à adoção de princípios contábeis para o reconhecimento das receitas e despesas do exercício que não necessariamente representam desembolsos de caixa.

Outro padrão de dados observado por Chan, Chan, Jegadeesh e Lakonishok (2006) foi de empresas com bom desempenho e com níveis baixos de provisões, cuja inferência para gerenciamento de resultados seja menos evidente. Entretanto, é possível que as empresas tenham adotado a postura de acréscimos de provisões em anos de bom desempenho para que em períodos posteriores, em recessão, aproveitem a manutenção dos resultados comparativamente aos anos de *boom* econômico.

3 METODOLOGIA

Gil (2018) enfatiza que há uma certa tendência à classificação das pesquisas para que haja uma melhor organização dos fatos e, conseqüentemente, do seu entendimento. Além de ser uma característica da racionalidade humana, possibilita reconhecer as semelhanças e diferenças entre as diversas modalidades de pesquisa. Dessa forma, o pesquisador passa a dispor de mais elementos para decidir acerca de sua aplicabilidade na solução dos problemas propostos para investigação.

Para o autor, é possível a seguinte classificação para a presente pesquisa: (i) quanto à sua natureza: pesquisa aplicada - pois tem o objetivo de gerar conhecimento para a aplicação prática; (ii) quanto à abordagem do problema: quantitativa; (iii) quanto aos objetivos: exploratória, porque busca proporcionar maior familiaridade com um problema e envolve levantamento bibliográfico; e (iv) quanto aos procedimentos técnicos: bibliográfica, pois é elaborada a partir de material já publicado, como livros, artigos, periódicos, etc.

Marconi e Lakatos (2017) salientam que o método de abordagem do tipo hipotético-dedutivo se inicia pela percepção de uma lacuna nos conhecimentos sobre a qual formula hipóteses e, pelo processo de inferência dedutiva, testa a predição da ocorrência de fenômenos abrangidos pela hipótese.

Gil (2018) dispõe que o método hipotético-dedutivo ocorre quando há insuficiência do conhecimento disponível sobre determinado assunto para explicar um determinado fenômeno. Surge, então, o problema. Este, por sua vez, é expresso em hipóteses formuladas, as quais deverão ser testadas ou falseadas. Falsear significa tentar tornar falsas as conseqüências deduzidas das hipóteses.

3.1 MENSURAÇÃO DAS DISCRICIONARIEDADES

As discricionariedades nas demonstrações financeiras são analisadas em duas categorias de acordo com a literatura; são elas: (i) a utilização da flexibilidade de critérios de julgamento para constituição de provisões de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos; e (ii) o gerenciamento das atividades operacionais que consiste na intervenção nos negócios via manipulação das vendas, redução das despesas discricionárias e produção em níveis superiores à demanda.

Roychowdhury (2006) define como manipulação de vendas as tentativas de acréscimo temporário das vendas durante o ano, por meio de preços atrativos ou descontos. Tais atividades levam a um menor fluxo de caixa no período corrente das operações e a custos de produção mais altos. Já, a produção em níveis superiores à demanda reflete-se na redução dos preços ou na extensão das condições de crédito, ou na redução do custo das mercadorias pela diluição dos gastos.

As agências de *ratings* e, inclusive, as instituições financeiras utilizam as métricas de lucros associadas às informações das demonstrações financeiras para a avaliação da saúde, credibilidade e viabilidade dos negócios (GE, 2010).

Para a Standard & Poor's (1998), os lucros e os fluxos de caixa são importantes determinantes para a avaliação do crédito, lucratividade e persistência dos lucros futuros de uma empresa.

A decisão dos executivos na adoção de uma das práticas de gerenciamento de resultados é influenciada pelo custo e tempo dessas atividades. Se for para um ciclo operacional curto, é observada a prática de gerenciamento por provisão. Caso contrário, as empresas usam a manipulação das atividades operacionais para atingir suas metas (ZANG, 2012).

Para a presente pesquisa, foram utilizadas ambas as técnicas de detecção de gerenciamento de resultados para o segmento de instituições financeiras no Brasil, devido ao contexto político e frágil e de recessão econômica e à persistência de lucros em todo o período.

GERENCIAMENTO REAL DAS ATIVIDADES

A identificação de eventual gerenciamento de resultados requer a aplicação de modelos empíricos, como de Roychowdhury (2006), Dechow, Kothari e Watts (1998) e Cohen *et al.* (2008). Esses modelos identificam o nível de normalidade das operações do segmento de indústria e os resíduos apresentados na regressão e capturam o nível anormal dessas atividades. O gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais é a combinação dos efeitos anormais dos fluxos de caixa, das despesas discricionárias e dos custos de produção, sendo baixo para os dois primeiros e elevado para o último.

É importante ressaltar que grande parte dos estudos de gerenciamento de resultados, inclusive a mensuração, é voltada para o segmento de indústria. Os bancos são diferentes da maioria das empresas industriais, no sentido de que normalmente criam valor para os acionistas por meio de seus passivos e ativos. Em particular, eles atraem depósitos que, graças à sua liquidez e às garantias oferecidas, fornecem à maioria dos bancos uma fonte de financiamento de baixo custo (STULZ, 2015). Em face disso, foram requeridos alguns ajustes para a aplicação dos modelos de Roychowdhury (2006) e Cohen *et al.* (2008).

Os modelos de mensuração do gerenciamento real das atividades são dados pela mensuração: (i) dos níveis dos fluxos de caixa - equação (1); (ii) dos níveis de atividade de crédito - equação (2); e (iii) dos níveis das despesas operacionais - equação (3), como demonstrados a seguir:

(i) - Mensuração dos níveis dos fluxos de caixa operacionais

$$\frac{\text{CFO}}{\text{At} - 1} = \alpha \frac{1}{\text{At} - 1} + \alpha 1 \frac{\text{St}}{\text{At} - 1} + \alpha 2 \frac{\Delta \text{St}}{\text{At} - 1} + \varepsilon \quad (1)$$

Em que:

CFO_t = Fluxos de caixa das operações

A_t = Total dos ativos no fim do período (t)

S_t = Resultado bruto de intermediação financeira no fim do período (t)

$\Delta \text{S}_t = \text{S}_t - \text{S}_{(t-1)}$ = Resultado bruto de intermediação financeira no fim do período - Resultado de intermediação financeira do fim do período imediatamente anterior a (t)

ε = Termo residual que captura o nível dos fluxos de caixa anormais da empresa i no ano (t)

(ii) - Mensuração do nível de operações de crédito

$$\frac{\text{Cred}_t}{\text{A}(t-1)} = \alpha \frac{1}{\text{At} - 1} + \alpha 1 \frac{\text{St}}{\text{At} - 1} + \alpha 2 \frac{\Delta \text{St}}{\text{At} - 1} + \alpha 3 \frac{\Delta \text{St} - 1}{\text{At} - 1} + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

Cred_t = Despesas de intermediação financeira (t) + Δ ativos financeiros

S_t = Resultado bruto de intermediação financeira em (t)

$\text{A}_{(t-1)}$ = Total dos ativos no fim do período imediatamente anterior a (t)

$\Delta \text{S}_{(t-1)}$ = Variação das receitas de intermediação financeira em período imediatamente anterior a (t), ou deflacionadas em um período em relação a (t)

ε = Termo residual que captura o nível dos fluxos de caixa anormais da empresa i no ano (t)

(iii) - Mensuração do nível de despesas operacionais

$$\frac{\text{DespOp}_t}{\text{At} - 1} = \alpha \frac{1}{\text{At} - 1} + \alpha 1 \frac{\text{St} - 1}{\text{At} - 1} + \varepsilon \quad (3)$$

Em que:

DespOp_(t) = Outras receitas e despesas operacionais em (t)

A_(t-1) = Total dos ativos no fim do período imediatamente anterior a (t)

S_(t-1) = Resultado bruto de intermediação financeira no fim do período imediatamente anterior a (t)

ε = Termo residual que captura o nível dos fluxos de caixa anormais da empresa i no ano (t)

Os efeitos do gerenciamento de resultados são capturados por três variáveis: variações anormais dos fluxos de Caixa (**ABN_CFO**), variações anormais das despesas operacionais (**ABN_DESPOP**) e variações anormais das atividades de crédito (**ABN_CRED**), em que se constrói uma *proxy* geral REM, como segue - equação (4):

$$\text{REM} = \text{Abn}_{\text{CFO}} + \text{Abn}_{\text{DespOp}} + \text{Abn}_{\text{Cred}} \quad (4)$$

GERENCIAMENTO POR PROVISÃO

O modelo de estudos sobre o gerenciamento de resultados por provisão advém de McNichols e Wilson (1988) e Jones (1991), os quais dividem as provisões em elementos discricionários e não discricionários. Um alto nível de provisões discricionárias indica que a empresa tem engajamento para gerenciamento de resultados.

Para fins da análise das provisões é necessária sua decomposição via elementos da estrutura das demonstrações financeiras. Pressupõe-se que a componente não

discricionária do total de acréscimos é uma função da variação das receitas ajustada pela variação nos valores a receber e do nível de utilização da fonte geradora de receitas - ativo fixo e crédito, dependendo do segmento de negócio (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995; JONES, 1991; TEOH *et al.*, 1998a).

Para se obter os acréscimos discricionários (DCA) e não discricionários (NDCA) para um determinado ano, foi utilizada a adaptação do modelo modificado de Jones (1991) e Teoh *et al.* (1998b), demonstrada na equação (5) a seguir:

$$\frac{CA}{TA(t-1)} = \alpha \frac{1}{TA(t-1)} + \alpha 1 \frac{\Delta St}{TA(t-1)} + \varepsilon \quad (5)$$

Em que:

$CA = \Delta$ (ativo circulante – disponibilidades) – Δ passivo circulante

$TA_{(t-1)} = \sum$ acréscimos não discricionários (NDCA) + acréscimos discricionários (DCA)
no fim do período imediatamente anterior a (t)

$\Delta St =$ Variação das receitas do período em (t)

Essas variáveis demonstradas são deflacionadas no modelo pelo valor contábil do total dos ativos do ano anterior, para a redução da heterocedasticidade, como sugerido por Teoh *et al.* (1998a) e Xie *et al.* (2003).

A mensuração das provisões não discricionárias (NDCA) é aquela que tem relação direta com o crescimento natural de vendas de uma empresa, ou seja, sem indicações de gerenciamento de resultados, portanto, considerada independente. É calculada da seguinte forma - equação (6):

$$NDCA = \alpha \frac{1}{TA(t-1)} + \alpha 1 \frac{\Delta St - \Delta AR}{TA(t-1)} \quad (6)$$

Em que:

ΔSt = Variação receitas/vendas

ΔAR = Variação dos recebíveis

$TA(t-1)$ = \sum acréscimos não discricionários (NDCA) + acréscimos discricionários (DCA)
no fim do período imediatamente anterior a (t)

As provisões discricionárias (DCA) restantes são os acréscimos discricionários, a parcela sujeita à manipulação pela gerência, como segue - equação (7):

$$DCA = \frac{CA_{it}}{TAt - 1} - NDCA_{it} \quad (7)$$

Em que:

CA = Δ (Ativo circulante – disponibilidades) – Δ passivo circulante em (t)

$TA(t-1)$ = \sum acréscimos não discricionários (NDCA) + acréscimos discricionários (DCA)
no fim do período imediatamente anterior a (t)

$NDCA$ = Acréscimos não discricionários ou provisão não discricionária

3.2 VARIÁVEIS DO MECANISMO INTERNO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O papel da estrutura de governança interna de uma empresa é o da restrição do gerenciamento de resultados. Acredita-se que a prática de gerenciamento de resultados esteja sistematicamente relacionada à força dos mecanismos internos de governança corporativa, incluindo o Conselho de Administração, o Comitê de Auditoria, a função de auditoria interna e a escolha do auditor externo.

O exame da associação entre as estruturas internas de governança e a prática de gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil é motivado por vários

fatores. O primeiro refere-se à relevância do setor e o segundo aos segmentos de indústria no País que apresentam lucros em tempos de expansão e crise econômica.

Para Dechow, Sloan e Sweeney (1995), a estrutura de governança interna de uma empresa consiste nas funções e nos processos estabelecidos para supervisionar e influenciar as ações da administração da empresa. Em relação às demonstrações financeiras, esses mecanismos asseguram a credibilidade e a obrigatoriedade da divulgação das informações.

Os mecanismos examinados na presente pesquisa são os seguintes: (i) tamanho (TAM) e independência (IND) do Conselho de Administração; (ii) dualidade do CEO (DUAL_CEO); (iii) remuneração do Conselho de Administração (REM_CONS); e (iv) estrutura de propriedade (OWN).

TAMANHO (TAM), INDEPENDÊNCIA (IND) E DUALIDADE (DUAL_CEO)

As medidas da estrutura do Conselho de Administração concentram-se na independência (IND) desse Conselho em relação à Administração (HART, 1995; BOROKHOVICH *et al.*, 1996), medida pela proporção de conselheiros externos em relação aos executivos internos (SCHULTZ *et al.*, 2010). Em relação ao tamanho (TAM), este é medido pelo número total de conselheiros integrantes do Conselho de Administração.

Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993) indicam que a eficácia do monitoramento deve incluir outras medidas, como a dualidade do CEO (DUAL_CEO) e a atividade do Conselho. A existência da dupla função do presidente executivo no Conselho de Administração e nas atividades da empresa indica a dualidade do CEO. A partir do ano 2018, a B3 - Brasil, Bolsa, Balcão indicou novas regras para os participantes do Novo Mercado, sendo uma delas a segregação das funções por definitivo.

Klein (2002a, 2002b, 2006) e Xie *et al.* (2003), por sua vez, examinaram que a existência de conselhos independentes, com formação em finanças, e a existência de Comitês de Auditoria, com suas constantes atividades, mitigam o engajamento dos executivos com comportamentos oportunistas.

A atividade do Conselho de Administração no Brasil é associada ao calendário de eventos corporativos da empresa. Muito embora obrigatórios de acordo com as regras da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, os eventos são padronizados em assembleias, divulgação de resultados e conferência com analistas. Não representam necessariamente a intensidade de atividade dos Conselhos.

REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS (REM_EXEC)

Há pelo menos duas visões na literatura sobre a remuneração executiva. Uma delas é a visão ótima de contratação, sendo a remuneração um produto do arranjo entre os executivos e o Conselho de Administração, cujos incentivos propostos são suficientes para reduzir o conflito de agência (JENSEN e MECKLING, 1976). A segunda é uma visão de poder, sendo o arranjo para o estabelecimento de uma remuneração o próprio problema de agência, portanto, não é uma solução (BEBCHUK e FRIED, 2003, 2004).

De fato, a busca dos estudos é se os valores de remuneração são condizentes com as contribuições (in)tangíveis dos executivos. Para Murphy e Zbojnik (2007), a elevação da remuneração dos executivos advém da importância das competências transferíveis para empresas em uma relação de capital social.

Gabaix e Landier (2008) supõem que o aumento na remuneração dos executivos pode ser uma resposta de equilíbrio eficiente ao aumento do valor de mercado das empresas, e não necessariamente um tema de agência.

A divulgação de dados sobre a remuneração dos executivos de empresas brasileiras passou a ter obrigatoriedade para as empresas listadas no Novo Mercado a partir do ano 2018.

Os pacotes de remuneração de executivos e membros do Conselho de Administração - internos e externos - são em sua grande maioria divididos em duas partes: em uma delas há um componente fixo e, na outra, um componente variável, que é resultante do desempenho da empresa.

O componente fixo da remuneração é composto pelas verbas mensais devidas pela contratação do funcionário ou serviços; já o componente variável da remuneração pode incluir bônus e outros planos de incentivo em longo prazo.

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE (OWN)

O grau de concentração de propriedade é um dos temas abordados por Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), em que são sugeridos que altos níveis de concentração de propriedade podem levar ao entrincheiramento e, conseqüentemente, ao declínio no desempenho econômico-financeiro da empresa.

Por outro lado, Shleifer e Vishny (1986) e Yeo *et al.* (2002) corroboram com o entendimento de que a concentração de propriedade pode trazer incentivo ao acionista para coletar informações e monitorar o gerenciamento. Davidson *et al.* (2004) e Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007) não identificaram significância estatística.

Para Lopez e Saona (2005) e Céspedes *et al.* (2010), o grau de concentração de propriedade (OWN) é medido pela proporção de ações pertencentes ao principal acionista da empresa em relação aos demais.

Nessa pesquisa, faz-se a categorização entre *insiders* e *outsiders* para a composição da estrutura de propriedade (OWN) de cada instituição financeira. É esperado que nos dados em análise haja uma concentração para a categoria de *insiders*, dadas as características do mercado brasileiro.

OUTRAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

Entre diversas medidas de desempenho corporativo, em especial para instituições financeiras, inclui-se o retorno sobre ativos (ROA) e a alavancagem (*Leverage*).

A alavancagem para os bancos é a fonte de geração de receitas, ao contrário do que é para os demais segmentos. A variável pode corroborar com os entendimentos de Jensen (1986a, 1986b), que enfatizam a redução de comportamentos oportunistas dos executivos dada a alavancagem. O autor entende que a existência da dívida limita a disponibilidade de recursos financeiros, além de os credores monitorarem com certa frequência seus devedores. Mas, Dichev e Skinner (2002) e Beatty e Weber (2003) relatam que a alavancagem traz o interesse dos executivos e a oportunidade para a manutenção das obrigações contratuais, portanto, maior potencialidade para o gerenciamento das atividades operacionais (REM).

A inclusão do ROA é compatível com os estudos de Kothari *et al.* (2005) e Jiraporn *et al.* (2008), cujo objetivo é o de controlar a influência do desempenho do ano anterior da empresa na estimação dos modelos de gerenciamento de resultados, contribuindo com a robustez dos testes. O resultado do estudo indica que quanto menor for o desempenho da empresa medido pelo ROA, maior será a possibilidade de o incentivo da empresa se envolver em práticas de gerenciamento de resultados.

O quadro 3, a seguir, resume as variáveis da dimensão dos mecanismos internos da governança corporativa que serão utilizados na presente pesquisa.

Quadro 3 - Variáveis da Dimensão dos Mecanismos Internos da Governança Corporativa

Variáveis	Definição
Tamanho (TAM)	Número de diretores que atuam no Conselho de Administração
Independência (IND)	Proporção de executivos externos no Conselho de Administração
Dualidade do CEO (DUAL_CEO)	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se o CEO atua como presidente do Conselho de Administração e igual a 0, caso contrário
Remuneração dos Executivos (REM_EXEC)	Composição do valor total da remuneração constante no formulário de referência da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão
Estrutura de Propriedade (OWN)	Proporção de ações pertencentes ao principal acionista da empresa em relação aos demais investidores
ROA	Retorno sobre os ativos. Razão entre lucro líquido e ativos
Alavancagem (Leverage)	Razão entre dívida e patrimônio líquido

Fonte: Elaborado pela autora.

De posse das variáveis do mecanismo interno de governança corporativa definidas, bem como do modelo de gerenciamento de resultados por provisão e das atividades operacionais, propõe-se os modelos I e II, a seguir, para análise da capacidade de mitigação do gerenciamento de resultados.

Modelo I - *Real Earnings Management*

$$\text{REM} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TAM} + \alpha_2 \text{IND} + \alpha_3 \text{DUAL}_{\text{CEO}} + \alpha_4 \text{REM}_{\text{EXEC}} + \alpha_5 \text{OWN} + \alpha_6 \text{LEVERAGE} + \alpha_7 \text{ROA} \quad (8)$$

Modelo II - *Accruals Earnings Management*

$$\text{DAC} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TAM} + \alpha_2 \text{IND} + \alpha_3 \text{DUAL}_{\text{CEO}} + \alpha_4 \text{REM}_{\text{EXEC}} + \alpha_5 \text{OWN} + \alpha_6 \text{LEVERAGE} + \alpha_7 \text{ROA} \quad (9)$$

Para a composição dos modelos I e II, foram utilizadas fontes secundárias de dados, tais como os *sites* das instituições financeiras pertencentes à amostra, do Banco Central do Brasil e da Económica. Essas informações/dados pertencem ao conjunto das demonstrações financeiras publicadas em conjunto, assim como os formulários de referência e as notas explicativas. Em adição, quando necessário, consultas às principais práticas e políticas de cada instituição.

As discricionariedades DAC e REM serão analisadas em cortes transversais para períodos em recessão e, eventualmente, comparadas com outros períodos imediatamente anteriores, considerados não recessivos.

Note que os modelos I e II referentes às discricionariedades por provisão ou por atividades, sem exceção, são regressões múltiplas com previsão da defasagem das variáveis para um período. A possibilidade da mudança da trajetória dos dados para séries temporais e dados em *cross section* não é prevista, pois pressupõe-se que a defasagem de pelo menos um período seria suficiente para a indicação das práticas discricionárias para dados com características estacionárias.

A presença de períodos recessivos traz a possibilidade de alteração da trajetória da série, e que, eventualmente, as variáveis não podem mover-se independentemente da outra, há uma ligação entre elas - cointegração, particularmente, em longo prazo. Para esses casos, recomenda-se a utilização de modelos multivariados do tipo VAR - *Vector Autoregression* e VEC - *Vector Error Correction*.

3.3 VAR - VECTOR AUTOREGRESSION E VEC - VECTOR ERROR CORRECTION.

Os modelos VAR e VEC possibilitam a busca pela trajetória de uma série temporal, dados em *cross section* em face de um choque estrutural, como, por exemplo, recessão, mudanças significativas da taxa de câmbio e das taxas de juros, disponibilidade de crédito, etc. Essas variáveis exógenas provocam mudanças significativas na trajetória da composição da estrutura de endividamento das instituições financeiras, da previsão para perdas de ativos e do ajuste das atividades operacionais.

Nos casos em que as séries temporais, dados em *cross section*, apresentam tendências provocadas por sazonalidades e ciclos econômicos, as regressões podem produzir resultados inconsistentes dado o comportamento não estacionário.

O processo estacionário de uma série temporal é aquele em que as distribuições de probabilidades são estáveis no decorrer do tempo; exemplificando: se um conjunto de variáveis na sequência, deslocadas em “n” períodos de tempo, a distribuição de probabilidade conjunta deve permanecer inalterada. É exatamente o que não ocorre com as séries temporais não estacionárias.

Além das características das séries temporais, há a possibilidade de existência de simultaneidade entre as variáveis explicativas (independentes) e as de resposta (dependentes) dos modelos I e II de gerenciamento de resultados, uma vez que são determinadas no processo de estimação desses modelos. Assim, a variável dependente também influencia a variável independente, e vice-versa.

Na ocorrência de uma das alternativas mencionadas, sugere-se a aplicação dos modelos econométricos VAR e VEC, sendo a escolha por um ou outro método dado pela aplicação da seguinte regra geral:

- i. Se todos os componentes da série são estacionários, aplica-se o modelo VAR.
- ii. Se há componentes não estacionários, é possível o seguinte:
 - Aplicação do VAR se as variáveis são não estacionárias e não cointegradas.
 - Aplicação do VEC, se as variáveis são não estacionárias, mas cointegradas.

A seguir, uma forma reduzida das características importantes do modelo, uma vez que há inúmeros tratamentos dos fundamentos da análise VAR representados por Lütkepohl (2007). A abordagem do modelo VAR reduzida evita a necessidade de modelação estrutural por tratamento de cada variável endógena no sistema como uma função de valores de *p-lag* - defasagens - de todas as variáveis endógenas do sistema.

É possível escrever o processo estacionário, *k*-dimensional, VAR (*p*), da seguinte forma:

$$\mathbf{y}_t = \mathbf{A}_1 \mathbf{y}_{t-1} + \dots + \mathbf{A}_p \mathbf{y}_{t-p} + \mathbf{C} \mathbf{x}_t + \boldsymbol{\varepsilon}_t$$

Em que:

$\mathbf{y}_t = \mathbf{y}_{1t} \mathbf{y}_{2t} \dots, \mathbf{y}_{kt}$ \Rightarrow $k \times 1$ é vetor de variáveis endógenas

$\mathbf{x}_t = \mathbf{x}_{1t}, \mathbf{x}_{2t}, \dots, \mathbf{x}_{dt}$ \Rightarrow $d \times 1$ é vetor de variáveis exógenas

$\mathbf{A}_1, \dots, \mathbf{A}_p \Rightarrow k \times k$ são matrizes de coeficientes defasadas a serem estimadas

\mathbf{C} é $k \times d$, matriz de coeficientes variáveis exógenas a serem estimados

$\boldsymbol{\varepsilon}_t = (\boldsymbol{\varepsilon}_{1t}, \boldsymbol{\varepsilon}_{2t}, \dots, \boldsymbol{\varepsilon}_{kt})'$ $\Rightarrow k \times 1$ é “ruído branco” (variáveis aleatórias independentes e identicamente distribuídas)

VEC é um VAR do tipo restrito, projetado para uso com séries não estacionárias que são conhecidas por serem cointegradas. O modelo VEC incorpora as relações de cointegração

para restringir o comportamento de longo prazo das variáveis endógenas, permitindo a dinâmica de ajuste de curto prazo por meio do processo de convergência.

O termo cointegração é conhecido como termo de correção de erros, uma vez que o desvio do equilíbrio de longo prazo é corrigido gradualmente por meio de uma série de ajustes parciais de curto prazo.

3.4 AMOSTRA

A amostra para a presente pesquisa foi composta por bancos listados na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. A amostra foi estratificada por conglomerados de acordo com a Resolução do Banco Central do Brasil nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017, a qual estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e das demais instituições autorizadas a funcionar para a aplicação da regulação prudencial.

Os dados secundários referentes aos períodos de 2006 a 2014 e de 2014 a 2018, relativos às demonstrações financeiras, foram extraídos do próprio *site* da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão e/ou dos *sites* dos bancos inclusos na amostra.

Ao contrário da justificativa de diversos estudos que excluem as instituições financeiras da amostra, nesta pesquisa o foco são setores regulamentados, com participação significativa no Produto Interno Bruto - PIB. Isso porque a regulamentação do setor não impede o uso discricionário de práticas contábeis para manutenção de seus *covenants*, principalmente em períodos distintos da economia. Para o Brasil, o período em epígrafe é circunstanciado por uma grave crise política que corrobora para o rápido deterioramento da economia.

Nos últimos anos, os bancos demonstraram que os cenários econômicos não reduzem significativamente seus lucros e mantêm níveis do Acordo de Basileia superiores aos

requeridos. Com isso, demonstram ser um segmento interessante para a amostra em pesquisas.

ESTRATIFICAÇÃO DA AMOSTRA

Foi adotado o critério de amostra aleatória estratificada, com o objetivo de segregar a população em subgrupos. As razões da adoção desse critério são: (i) melhorar a eficiência estatística de uma amostragem; (ii) fornecer dados adequados para análise das várias subpopulações ou dos estratos; e (iii) permitir que diferentes métodos e procedimentos de pesquisa sejam usados em diferentes estratos (COOPER e SCHINDLER, 2016).

Com isso, a estratificação foi estipulada com base na Resolução do Banco Central do Brasil nº 4.553/2017. Esta tem por objetivo a aplicação proporcional da regulação prudencial, considerando o porte e a atividade internacional de 1.356 instituições que compõem cada segmento - S1, S2, S3, S4 e S5, conforme demonstrado no quadro 4 a seguir:

Quadro 4 - Segmentação das Instituições - Resolução do Banco Central do Brasil nº 4.553/2017

	Tipo de I.F.	Part. % PIB	Outras	Nº I.F.	Tipo de Controle
S1	(i) Bancos múltiplos, comerciais, de investimento, de câmbio e caixas econômicas	= ou > 10%	Relevância de operações internacionais	6	33% - Público 50% - Privado nacional 17% - Privado com controle estrangeiro
S2	(ii) Idem (iii) Demais instituições	= ou < 10% = ou > 1%	-	6	50% - Público 33% - Privado nacional 17% - Privado com controle estrangeiro
S3	(iv) Demais instituições	= ou < 1% = ou > 0,01%	-	39	10% - Público 36% - Privado nacional 54% - Privado com controle estrangeiro

	Tipo de I.F.	Part. % PIB	Outras	Nº I.F.	Tipo de Controle
S4	(v) Demais instituições	= ou < 0,01%	-	388	5% - Público 80% - Privado nacional 15% - Privado com controle estrangeiro
S5	(vi) Demais instituições	= ou < 0,01%	Não aplicação ou Simplificação da metodologia do patrimônio de referência	917	100% - Privado nacional

Fonte: Elaborado pela autora, com base na Resolução do Banco Central do Brasil nº 4.553/2017. Dados disponíveis em:

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50335/Res_4553_v1_O.pdf.

Para a presente pesquisa, a relevância adotada do segmento S1 foi de 10% do PIB do Brasil. Esse segmento é representado por bancos do tipo de controle: (i) **público**: Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil; (ii) **privado nacional**: Itaú-Unibanco Holding, Bradesco e BTG Pactual; e (iii) **privado com controle estrangeiro**: Santander. Destes, exclui-se a Caixa Econômica Federal, dada a ausência de ações listadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, e BTG Pactual, dado o tamanho dos ativos em comparação com os demais bancos. Observa-se a concentração de mercado para o segmento de indústria e com presença significativa do poder público no mercado.

DEFINIÇÃO DO PERÍODO

As informações secundárias para a amostra estratificada são relativas ao período de 2006 a 2018; entretanto, o período de aplicação para a presente pesquisa é o de estagnação econômica que, segundo o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos - CODACE da Fundação Getúlio Vargas - FGV, é em 2014Q4.

Ressalta-se que o *National Bureau Research* (NBER) faz distinção entre contração e recessão econômica, ou melhor, diz-se que se inicia com a redução da atividade econômica medida pelo PIB de cada país, então, na sequência há o agravamento, a recessão. O primeiro termo é um alerta e, o segundo, uma constatação efetiva da redução das taxas de crescimento econômico. Nesta pesquisa, não se faz essa dissociação conceitual.

Para a adequada definição desses choques exógenos, faz-se a utilização dos testes de raiz unitária com o objetivo de adequação do período para a composição dos dados longitudinais. Os resultados da seção 4.2 indicam a data 2014Q2.

4 RESULTADOS

Os resultados da presente pesquisa estão desmembrados em sete seções, das quais as quatro primeiras são análises requeridas para definição do tipo de série em análise e a definição da utilização do modelo VAR e/ou VEC, e as três finais são para a apresentação dos resultados das práticas com gerenciamento de resultados e da influência dos mecanismos de governança corporativa.

A seguir, um breve resumo por seção:

Seção 4.1 - busca a comparação dos dados macroeconômicos com as receitas de intermediação financeira dos bancos e seus respectivos lucros para observar o comportamento de tendência das séries.

Seção 4.2 - consiste na aplicação dos testes de raiz unitária para definição da tendência dos dados das séries em análise e da detecção do período em que as séries sofrem mudanças dada a eminência de uma recessão econômica. Ressaltando que grande parte das séries econômicas é não estacionária e requer a aplicação de técnicas estatísticas específicas para a determinação da relação das variáveis.

Seção 4.3 - define os testes de integração e qual modelo de correção de ajustes é adequado, dada a presença de cointegração das variáveis.

Seção 4.4 - define as defasagens necessárias para transformar os dados longitudinais estacionários em mesma ordem e é feita a releitura dos modelos de gerenciamento real das atividades e por discricionariedades.

Seção 4.5 - é feita a evidenciação do uso das discricionariedades e do gerenciamento real das atividades.

Seção 4.6 - é dedicada à composição das variáveis do mecanismo interno de governança.

Seções 4.7 - é dedicada às *proxies* gerais REM e DAC, com seus mecanismos internos de governança corporativa e suas variáveis de controle ROA e *Leverage*.

4.1 EVOLUÇÃO DOS DADOS MACROECONÔMICOS: PIB, TAXA SELIC-CDI E AS RECEITAS DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA

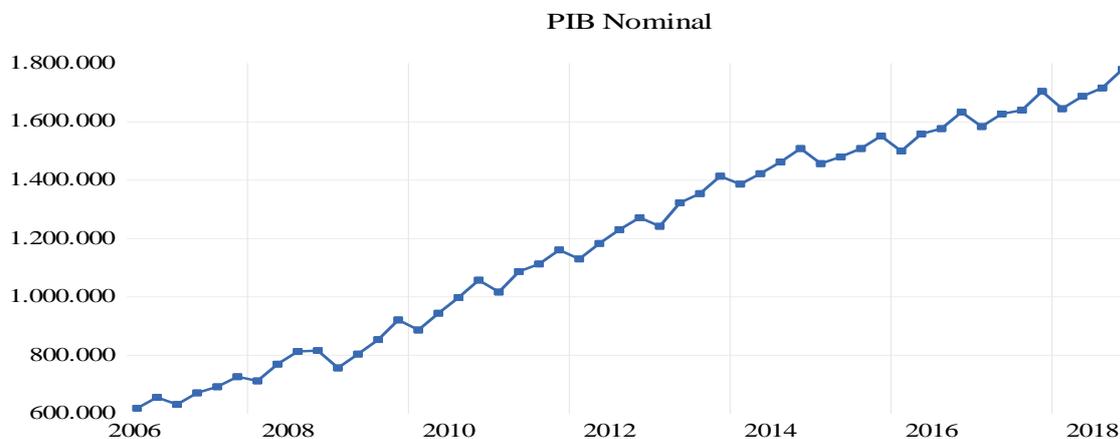
De acordo com o CODACE/FGV, a economia brasileira esteve em recessão do segundo trimestre do ano 2014 (2014Q2) até 2017 (2017Q4). De acordo com Barbosa Filho (2017), a crise é resultante de um conjunto de choques de oferta e demanda. Entre os choques de oferta, há a nova Matriz Econômica adotada a partir de 2011-2012, cuja combinação da redução de juros, da elevação dos gastos públicos, da concessão de subsídios, da intervenção nos preços e dos investimentos direcionados pelo governo trouxe um choque de oferta e demanda com efeitos em longo prazo.

Os investimentos direcionados dizem respeito à política econômica de criação de campeões nacionais de setores considerados estratégicos pelo governo federal. Esses setores receberam estímulos do governo por meio da expansão do fomento via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES. Entre os setores, destacam-se o automotivo, o de gás e petróleo e a indústria naval. O BNDES concedeu empréstimos que representaram um acréscimo de 8% do PIB entre os anos 2009 e 2013.

O gráfico 1, a seguir, demonstra a evolução nominal do PIB trimestral, cujo objetivo é analisar a tendência desses resultados (expansão e contração) e compará-los com os registros das receitas de intermediação financeira dos bancos. Isso porque o segmento tem grande participação na economia brasileira por meio dos instrumentos de captação, financiamento e serviços bancários diversos. Muito embora o relato de Barbosa Filho

(2017) seja a respeito do BNDES, é importante lembrar que há os efeitos reflexos na economia, tanto pelo consumo das famílias quanto por financiamento das atividades.

Gráfico 1 - Evolução do PIB Nominal - em reais (R\$)

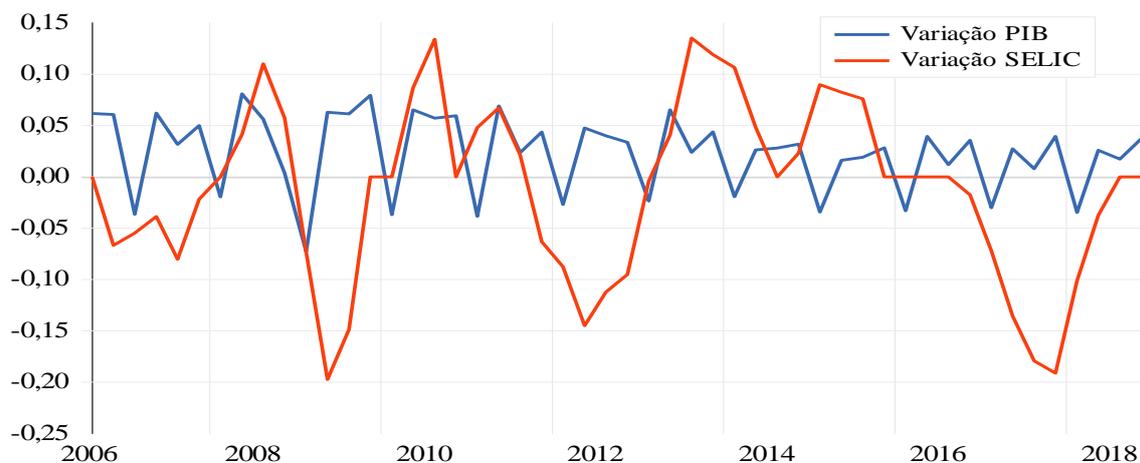


Fonte: Elaborado pela autora. Adaptado de <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais>.

Outro dado relevante e de impacto nas receitas de intermediação financeira é a taxa SELIC-CDI, que representa parte do custo com captações e é um dos itens de composição do *spread* bancário.

O gráfico 2, a seguir, demonstra que a taxa SELIC teve redução significativa em três momentos distintos da política econômica no Brasil. Uma delas em 2009, que retrata a intervenção direta do governo federal para o contínuo estímulo da economia local, perante o colapso financeiro mundial oriundo das atividades das instituições financeiras nos EUA.

Em 2012, os mercados internacionais apresentavam baixo crescimento e cenários de incerteza. No Brasil, o mercado já apontava para uma curva de tendência de estagnação; então, o governo federal optou por cortes nas taxas básicas dos juros, mesmo ante a ameaça da inflação, para a tentativa de manutenção de crescimento da economia.

Gráfico 2 - Variação do PIB e da SELIC

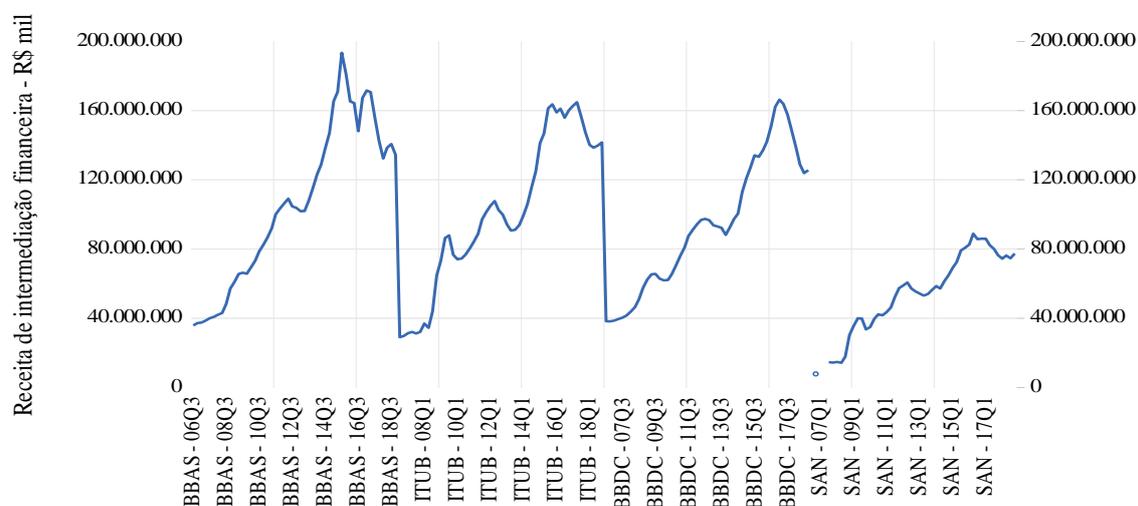
Fonte: Elaborado pela autora. Adaptado de <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais>, <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Recuperado em 22/09/2019.

A partir de 2014, observa-se que o PIB tem tendência de queda, demonstrando os anos subsequentes de recessão econômica. Em 2016, destaca-se o *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff, anunciando um cenário de muitas incertezas e de impossibilidade da manutenção da nova Matriz Econômica. Em 2017, há mudança no cenário político, com juros-base nas menores taxas já observadas nas séries históricas.

O período 2014-2017 foi extremamente crítico para a economia brasileira e objeto de análise de pesquisa, pois era esperada a existência de provisões com perdas de ativos, dada a falta de capacidade de pagamento em face da redução drástica das receitas, do consumo, etc. No entanto, é válido lembrar que no período anterior (2006-2013) houve expansão das bases nominais do PIB, o que poderia dar a possibilidade aos administradores da construção progressiva das estimativas para provisões, bem como da utilização de mecanismos de postergação de receitas e custos. O PIB, em termos nominais, triplicou em 12 anos, com uma taxa média entre o intervalo de 0,5%-2%, exceto no ano 2009, em que o crescimento anual foi de cerca de 8%.

As receitas de intermediação financeira seguiram as tendências do PIB, no mínimo duplicaram suas operações, como se observa com o Santander; os demais bancos da amostra praticamente triplicaram seu nível de receitas. Isso devido às diferentes estratégias das instituições financeiras, mas inseridas no mesmo contexto econômico do País. O gráfico 3, a seguir, demonstra essa evolução das receitas de intermediação financeira.

Gráfico 3 - Evolução Trimestral das Receitas de Intermediação Financeira



Fonte: Elaborado pela autora. Adaptado de

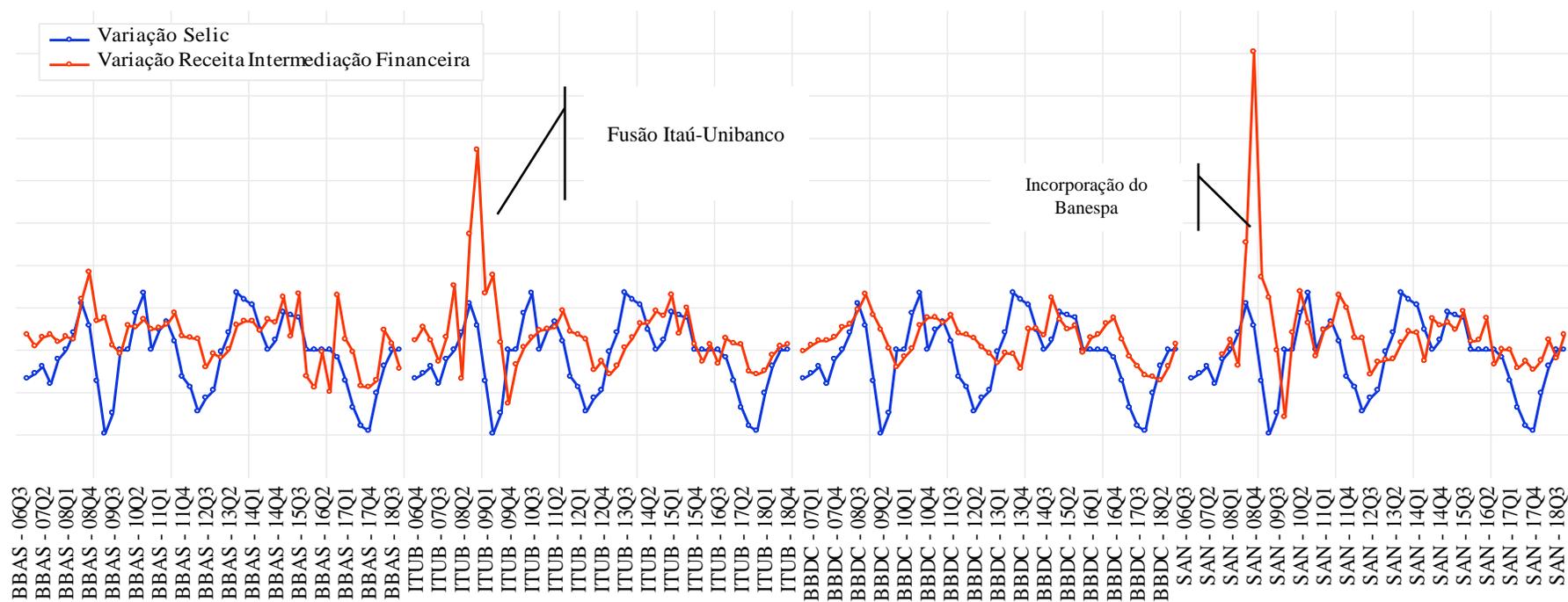
<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais>,

<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Recuperado em 22/09/2019.

A comparação com dados macroeconômicos, em um primeiro instante, é para observar se há persistência dos resultados registrados nas demonstrações financeiras, mas não necessariamente a atestação de inexistência do impacto das estimativas e dos julgamentos sub(super) estimados por seus administradores (DECHOW e SCHRAND, 2004).

Além da evolução do PIB, outro indicador de impacto nas demonstrações financeiras dos bancos é a taxa SELIC-CDI, que é a base de grande parte de suas transações, como demonstrado no gráfico 4, a seguir. Entretanto, é importante ressaltar as seguintes informações: (i) em 2008 houve a fusão dos dois maiores bancos brasileiros: Itaú e Unibanco; e (ii) em 2009, houve a incorporação do Banespa nas operações do Santander, por isso, há duas variações significativas em termos de receitas de intermediação financeira no gráfico 4.

Gráfico 4 - Variação das Receitas de Intermediação Financeira e da taxa SELIC



Fonte: Elaborado pela autora. Dados secundários disponíveis em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais>, <https://www.bcb.gov.br/controlainflacao/historicotaxasjuros>. Recuperado em 22/09/2019.

O gráfico 5, a seguir, apresenta a evolução do lucro líquido e do lucro operacional das seguintes instituições financeiras: Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander, com o objetivo de análise de sua persistência no decorrer dos anos. A persistência diz respeito à qualidade e previsibilidade dos lucros divulgados nas demonstrações financeiras das instituições financeiras.

Mas, qual a importância da persistência e previsibilidade dos lucros?

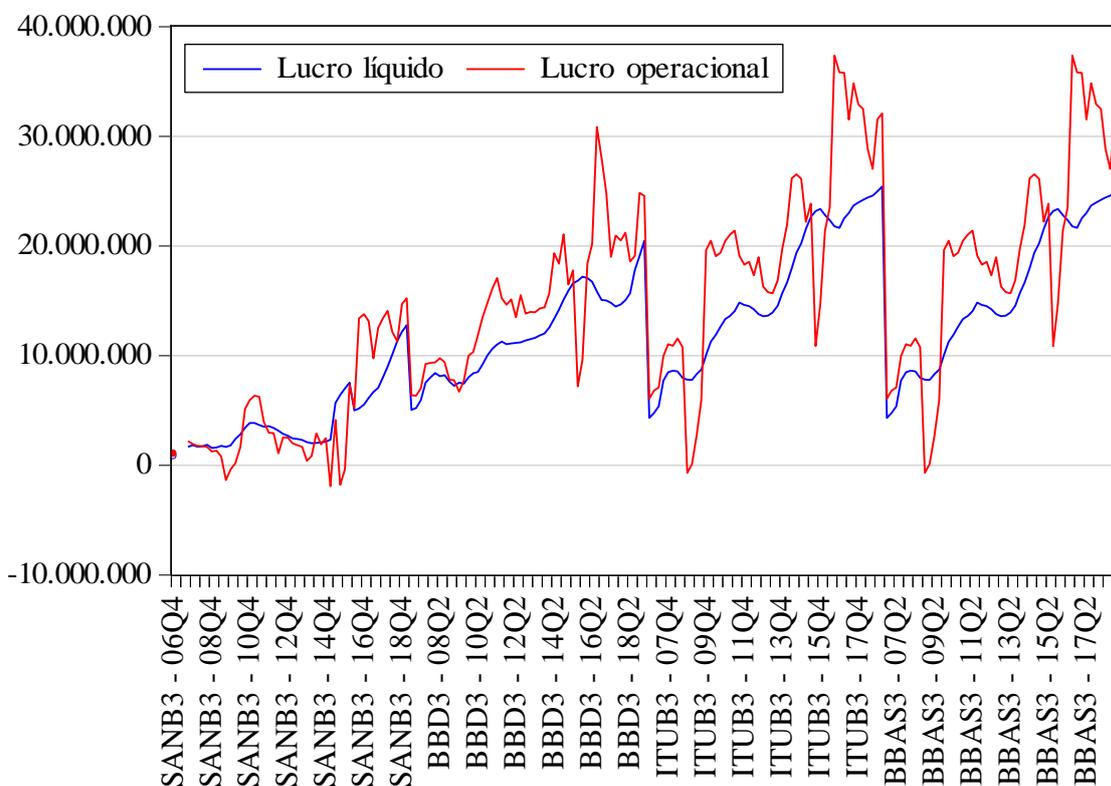
É para a manutenção dos indicadores de desempenho econômico-financeiro para fins de avaliação dos negócios, manutenção do valor intrínseco da empresa e, finalmente, melhoria da reputação de seus administradores e gerentes.

A persistência ou recorrência dos lucros e dos fluxos de caixa está relacionada com a magnitude das provisões, com outras estimativas, com os ciclos dos negócios e com a volatilidade das operações, os quais impactam diretamente os resultados das instituições financeiras.

No gráfico 5, a seguir, é possível observar que entre o lucro operacional e o lucro líquido há uma margem significativa, denotando que há outras rubricas na demonstração do resultado que alavancam, significativamente, o lucro líquido dos trimestres dos anos de 2006 a 2018. Entre essas rubricas, destacam-se os resultados não operacionais e o imposto de renda diferido. Em especial, o imposto de renda diferido alocado no resultado traz a inferência da existência de um volume significativo de provisões e estimativas constituídas, porém não realizadas para cada trimestre findo nesses anos. Dadas as regras de diferimento, é possível observar que o lucro líquido se torna persistente, mas não necessariamente de boa qualidade, para fins de projeção dos resultados futuros, porém

interessante para a eventual possibilidade de gerenciamento de resultados reais das atividades (REM) e por provisão (DAC).

Gráfico 5 - Evolução do Lucro Operacional e do Lucro Líquido das Instituições Financeiras - em reais (R\$)



Fonte: Elaborado pela autora. Dados secundários disponíveis em:

<https://www.economática.com.br>; <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>.

Recuperado em 22/09/2019.

As receitas de intermediação financeira, o lucro líquido e o lucro operacional das instituições financeiras indicam não linearidade de resultados, os quais são resultantes dos efeitos macroeconômicos do Brasil, associados às estratégias individuais para proporcionar aos acionistas a recorrência dos resultados.

Dada a não linearidade de tendência para algumas das principais métricas de avaliação dos resultados dos bancos, devido aos choques do seu respectivo ambiente macroeconômico, é necessário determinar os períodos de expansão e retração econômica dos dados em série para melhor aplicação dos modelos de gerenciamento de resultados

propostos por Roychowdhury (2006), Dechow, Kothari e Watts (1998), Cohen *et al.* (2008), Jones (1991) e Teoh *et al.* (1998a, 1998b).

Estudos mais recentes sobre a não linearidade dos dados, ou de uma não distribuição-padrão, indicam a realização das seguintes estratégias: (i) aplicam-se os testes de raiz unitária; (ii) se as séries forem estacionárias, utiliza-se o teste de não causalidade; (iii) se as séries forem não estacionárias, aplica-se o teste de cointegração; (iv) se não houver cointegração, aplica-se teste de não causalidade em VAR para as primeiras diferenças; e (v) se houver cointegração, o teste de não causalidade é realizado no contexto de um modelo de correção de erro vetorial (VEC). Em complemento, alguns autores utilizam funções de impulso-resposta e/ou métodos de decomposição da variância para melhor esclarecer o impacto de choques sobre as variáveis endógenas (FOCHEZATTO, KOSHIYAMA e ALENCASTRO, 2010).

Nas seções 4.2 a 4.4 são apresentadas a adoção dos estudos mais recentes para quando não há a possibilidade de se rejeitar a não estacionariedade, e a busca por um modelo econométrico ajustado aos fatores exógenos e endógenos desta pesquisa.

4.2 TESTES DE RAIZ UNITÁRIA E A SEGREGAÇÃO DOS PERÍODOS DE EXPANSÃO E RECESSÃO ECONÔMICA

A seção anterior, em uma breve inspeção visual dos dados macroeconômicos e da evolução das receitas e do lucro líquido das instituições financeiras, dá a indicação que a tendência das séries tem características não determinísticas, ou seja, as séries podem mudar de forma aleatória ao longo do tempo.

A adequada definição do tipo da série temporal ou dos dados em painel permite a melhor adoção do modelo econométrico a ser empregado, assim como as formas de ajustes dos resíduos. Por isso, aplicam-se os testes de raiz unitária para esta primeira avaliação.

Os testes de raiz unitária têm por objetivo a identificação da presença de séries não determinísticas, ou seja, estocásticas, do tipo não estacionárias. Há duas abordagens para os testes de raiz unitária:

(i) Primeira abordagem - testes por Levin, Lin e Chu (2002) e Breitung (2000), semelhantes ao denominado Dickey-Fuller Aumentado (ADF) para dados agrupados. Esses testes têm como hipótese nula que cada série do painel seja não estacionária, contra a hipótese alternativa em que todas as séries são estacionárias, e, ainda, assumem a existência de um processo de raiz unitária comum, da mesma forma que os parâmetros para a persistência em cada observação (*cross section*) possuem a mesma estrutura autorregressiva, além de permitir a existência do efeito individual.

(ii) Segunda abordagem - destacam-se os testes propostos por Im, Pesaran e Shin (1997, 2003) e Baltagi (2005). A hipótese nula assume que todas as séries são não estacionárias; em contrapartida, a hipótese alternativa admite que pelo menos uma série seja estacionária. Esses testes permitem a existência de um processo individual de raiz unitária de forma que os parâmetros de persistência podem variar livremente para cada variável.

Os resultados devem ser avaliados em conjunto e não de forma isolada. Portanto, o resultado da maioria indica a presença ou não de raiz unitária, ou melhor, se as séries são estacionárias ou não.

A aplicação desses testes para dados em painel é um tema considerado recente, da década de 1990, feita por Abuaf e Jorion (1990). No entanto, a aplicação para as séries temporais

individuais é muito mais comum. O objetivo para ambos é o mesmo: prever o poder do teste aplicado nos dados em painel ou nas séries temporais.

As séries temporais, ou dados em painel do tipo não estacionárias, são aquelas que não oscilam sobre uma média constante, independentemente do tempo. Uma das consequências é que esses efeitos não são considerados transitórios, gerando efeitos em longo prazo.

Para a presente pesquisa, em que se avalia a influência dos mecanismos internos da governança corporativa nas práticas de gerenciamento de resultados, é importante observar se a rubrica “lucro líquido” tem as características de não estacionariedade. Pois, se observada, pode-se afirmar que a variável em estudo é permanentemente afetada pelos termos de erro contidos nas observações passadas.

Para esta pesquisa o impacto seria da consideração da existência das práticas de gerenciamento de resultados, em que, na verdade, seriam os “erros” contidos nas observações da série histórica pela não utilização dos modelos de ajuste VAR e ou VEC.

Os resultados apresentados na tabela 1, a seguir, indicam a presença de raiz unitária para o período de 2006Q3 a 2018Q4 para rubrica “lucro líquido”. A conclusão é dada a partir da análise em conjunto dos cinco testes, em que a maioria indica um $p\text{-value} > 0,05$; portanto, aceita a hipótese nula de que há raiz unitária e, então, a presença de não estacionariedade da série.

Para as séries econômicas faz-se a leitura de que o lucro líquido divulgado pelas instituições financeiras é de difícil estimação para períodos futuros ou até mesmo de comparação com períodos anteriores, dada a eventualidade das práticas de gerenciamento de resultados, concomitantemente com os impactos de um período de recessão.

Tabela 1 - Testes de Raiz Unitária para Dados em Painel da Variável Lucro Líquido em Cross Section

		Levin, Lin e Chu	Breitung	Im, Pesaran e Shin	Dickey- -Fuller - ADF	Phillips Perron - PP
Lucro líquido	<i>Statistic</i>	-0,67385	-0,77893	-269.219	301.396	627.645
	<i>Prob.</i>	0,2502	0,2180	0,0035	0,0002	0,6163
		<i>p-value > 0,05</i>	<i>p-value > 0,05</i>			<i>p-value > 0,05</i>

Fonte: Elaborado pela autora. Testes de raiz unitária com intercepto e tendência individual.

Dada a presença de raiz unitária da série e de ciclos econômicos diferentes para o período, é conveniente a adoção de quebras estruturais na amostra para estabilização dos parâmetros dos testes a serem aplicados nos modelos de ajustes VAR e/ou VEC. Além disso, para a presente pesquisa é importante a manutenção da uniformidade dos períodos para que não haja equívocos na interpretação das práticas de gerenciamento de resultados com relação aos impactos das políticas macroeconômicas.

A ideia das quebras estruturais é estimar a existência de mudança estrutural no relacionamento das variáveis com relação a um ponto de interrupção. Os testes para instabilidade de parâmetros e mudança estrutural em modelos de regressão remontam aos trabalhos de Chow (1960) e aos mais atuais, de Bai e Perron (1998, 2003).

Os testes são conduzidos separadamente para cada participante da amostra. Em realização dos testes para as seguintes instituições financeiras: Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander, todos indicam que há pelo menos a sugestão de três períodos para composição dos estudos: 2010Q1 a 2014Q3 e 2017Q3.

Embora as quebras estruturais sejam aplicações individuais na amostra, estas demonstram convergência com as informações do CODACE/FGV a respeito da data de início da recessão: 2014Q4. Para a presente pesquisa, adota-se a data 2014Q2, que é o resultado do

ajuste das defasagens demonstradas nos testes de raiz unitária para a data 2014Q2, como indicativo de indícios de estagnação econômica.

Assim, esta pesquisa corrobora os trabalhos de Engle e Granger (1987, 1991), Pesaran e Timmermann (2004) e Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005), em que há a sugestão que os motivos para a adoção das quebras por períodos são diversos, mas, em grande parte, são por conjuntura econômico-política, instabilidade do mercado e, eventualmente, o uso discricionário das práticas de gerenciamento de resultados. Atenua-se o termo porque é sugestivo e não tem característica investigatória/forense.

4.3 TESTES DE COINTEGRAÇÃO DOS DADOS EM PAINEL

De posse da segregação em períodos de semelhança em termos de comportamento macroeconômico de recessão, mas com a presença de estacionariedade na série temporal, o processo de estimação do modelo de gerenciamento de resultados requer alterações na sua forma original proposta por Roychowdhury (2006), Cohen *et al.* (2008), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Jones (1991) e Teoh *et al.* (1998a). Tais modelos são regressões lineares múltiplas com variáveis defasadas.

Na ocorrência de variáveis não estacionárias, os modelos são não lineares e requerem a correção dos erros residuais para o ajuste do modelo original. Para a aplicação dos modelos VAR - Vetores Autorregressivos e/ou VEC - Vetores de Correção de Erros, ou modelos não lineares de correção dos resíduos, é necessário observar a condição de cointegração entre as variáveis. A cointegração é a combinação linear dos dados, cujo resultado final é de estacionariedade em face das defasagens aplicadas. O principal objetivo desse modelo econométrico é retirar a não estacionariedade, ou melhor, garantir

que as variáveis não sejam permanentemente afetadas pelos termos de erro contidos nas observações passadas.

A cointegração dos dados em painel é dada pelos testes de Pedroni (1999, 2000) ou de Kao (1999) e Kao e Chiang (2000). Para a presente pesquisa, foram adotados os testes de Pedroni (1999, 2000), os quais têm suas bases na metodologia desenvolvida por Engle e Granger (1987, 1991). São sete testes, quatro deles baseados na dimensão “*within*” e os outros três em “*between*” ou testes de integração em “*group mean*” - é um modelo geral, que permite a heterogeneidade dos coeficientes sob a hipótese alternativa de dados não estacionários (ROCHA e BARBI, 2009).

Pedroni (1999, 2000) utiliza a composição de vários métodos estatísticos para testar a hipótese nula de não cointegração. Os testes são compostos por sete estatísticas de cointegração em painel: (i) painel v ; (ii) painel ρ ; (iii) painel PP; (iv) painel ADF - categorias em estatísticas “dentro da dimensão”, denominadas “estatísticas de cointegração em painel”; (v) grupo ρ ; (vi) grupo PP; e (vii) grupo ADF - estatísticas “entre dimensões”, denominadas de “estatísticas de cointegração em painel da média do grupo”.

De maneira geral, as duas categorias representam versões análogas aos testes de Phillips e Perron (1988) - PP ou Dickey e Fuller (1979, 1981) - ADF para dados em painel, cujo objetivo é determinar a existência de cointegração ou não das variáveis. Portanto, para todos os testes, a hipótese nula é de que não há cointegração dos dados em painel.

A definição de cointegração dos dados em painel determina a aplicação dos modelos de ajustes por VAR ou VEC. Os testes de cointegração são aplicados para as variáveis que compõem o modelo de gerenciamento real das atividades e por provisão.

Procedeu-se à aplicação dos testes de cointegração de Pedroni (1999, 2000) para as variáveis dos fluxos de caixa (Δ Caixa Gerado nas Operações e Δ Caixa Gerado por Investimentos) e para as variáveis do modelo de gerenciamento por provisão: (1) $CA = \Delta$ (Ativo Circulante – Disponibilidades + Realizável em Longo Prazo) – Δ (Passivo Circulante + Exigível em Longo Prazo); (2) $TA_{(t-1)} = \sum NDCA + DCA$; e (3) $\Delta St =$ Variação das Receitas de Intermediação do Período, para o período de 2014Q2 a 2018Q4.

Os resultados dos testes de cointegração são apresentados nas tabelas 2 e 3, a seguir, para as variáveis dos fluxos de caixa e para as discricionariedades, respectivamente. A tabela 2, a seguir, indica que o resultado é de cointegração dos dados em painel, ou seja, seus resíduos são estacionários, pois pelo menos quatro, do conjunto de sete testes, rejeitam a hipótese nula de que não há cointegração.

Tabela 2 - Testes de Cointegração - Variáveis dos Fluxos de Caixa de 2014Q2-2018Q4

		<i>Statistic</i>	<i>Prob.</i>	<i>Resultado</i>
Painel v		-2,051030	0,9799	<i>p-value</i> > 5%; aceita H nula
Painel rho	Dentro das	-1,100067	0,1357	<i>p-value</i> > 5%; aceita H nula
Painel PP	dimensões	-5,875272	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H nula
Painel ADF		-5,859094	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H nula
Grupo rho	Entre as	-0,338678	0,3674	<i>p-value</i> > 5%; aceita H nula
Grupo PP	dimensões	-6,112069	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H nula
Grupo ADF		-5,515100	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H nula

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: (1) $\frac{CFO}{At-1}$; (2) $\frac{1}{At-1}$; (3) $\frac{St}{At-1}$; e (4) $\frac{\Delta St}{At-1}$. Período: 2014Q2-2018Q4 para dados em *cross section*: ITUB, SANB, BBDC e BBAS. Hipótese nula: não há cointegração. Número de observações: 160. Número de defasagens: máximo 3.

Os resultados demonstrados na tabela 3, a seguir, indicam que a maioria do conjunto dos sete testes é preconizada por corroborar a rejeição de H_0 dos testes de Pedroni (1999, 2000); portanto, os dados em painel são cointegrados.

Tabela 3 - Testes de Cointegração - Variáveis Discricionárias ou por Provisão de 2014Q2-2018Q4 - Intercepto e Tendência Determinística

		<i>Statistic</i>	<i>Prob.</i>	<i>Resultado</i>
Painel v		-2,262293	0,9882	<i>p-value</i> > 5%; aceita H ₀
Painel rho	Dentro das dimensões	-1,946424	0,0258	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H ₀
Painel PP		-6,270082	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H ₀
Painel ADF		-6,559362	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H ₀
Grupo rho	Entre as dimensões	-0,488843	0,3125	<i>p-value</i> > 5%; aceita H ₀
Grupo PP		-6,596015	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H ₀
Grupo ADF		-6,486034	0,0000	<i>p-value</i> < 5%; rejeita H ₀

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: (1) CA = Δ (Ativo Circulante – Disponibilidades + Realizável em Longo Prazo) – Δ (Passivo Circulante + Exigível em Longo Prazo); (2) $TA_{(t-1)} = \sum NDCA + DCA$; e (3) ΔSt = Variação das Receitas de Intermediação. Período: 2014Q2-2018Q4 para dados em *cross section*: ITUB, SANB, BBDC e BBAS. Hipótese nula: não há cointegração. Número de observações: 180. Número de defasagens: máximo 3.

A cointegração dos dados em painel indica que: (i) há tendência estocástica comum e estes se cancelam mutuamente; (ii) há relação de equilíbrio em longo prazo; (iii) os desvios no equilíbrio em longo prazo são transientes; (iv) a regressão de Y contra X não é espúria; e (v) é possível a aplicação do modelo econométrico não linear VEC - *Vector Error Correction*.

O modelo VEC tem a propriedade de dar significado econômico, pois é possível afirmar que as variáveis, em virtude da dinâmica comum, têm um componente de longo prazo e um de curto prazo.

4.4 MODELO DE CORREÇÃO DE ERRO VETORIAL (VEC)

Esta seção traz a releitura dos modelos de gerenciamento de resultados de acordo com as defasagens requeridas para tornar o modelo original e suas variáveis estacionárias na mesma ordem. De posse do modelo ajustado, há os coeficientes-base para a detecção das práticas de discricionariedades em períodos de recessão econômica no Brasil.

Em sequência da estratégia dos estudos recentes apontados por Fochezatto, Koshiyama e Alencastro (2010), a adoção do modelo de correção de erros por vetor (VEC) requer a determinação do número de defasagens com o objetivo de redução da autocorrelação.

Número de Defasagens para VEC do Gerenciamento Real das Atividades e por Provisão

As defasagens e as cointegrações aplicadas no VEC do gerenciamento de resultados por provisão produzem uma releitura do modelo original proposto por Jones (1991) e Teoh *et al.* (1998b). Os coeficientes utilizados para a determinação da composição da parte discricionária e não discricionária do modelo original serão ajustados e defasados “n” vezes até a composição de estacionariedade, confirmando que as defasagens no modelo são necessárias para eliminar os efeitos de autocorrelação dos resíduos das variáveis em análise.

Os métodos de defasagem utilizados no VEC são seis: (i) *LR: sequential modified*; (ii) *LR test statistic*; (iii) *FPE: Final prediction error*; (iv) *AIC: Akaike information criterion*; (v) *SC: Schwarz information criterion*; e (vi) *HQ: Hannan-Quinn information criterion*. A título de *benchmarking*, adotou-se o critério de *Akaike (AIC)* para as variáveis do gerenciamento real das atividades e por provisão.

A tabela 4, a seguir, indica o sumário dos resultados por principais critérios de defasagem para a aplicação no modelo VEC. Exemplificando, para um dos resultados sobre as defasagens necessárias, faz-se a menção sobre os fluxos de caixa operacionais das instituições financeiras, em que é necessário deflacionar os dados longitudinais em seis períodos. A interpretação é que os dados para a composição dos indícios de gerenciamento de resultados referentes ao trimestre 2018Q4 têm a necessidade de composição das ocorrências de 2017Q2 - cerca de um ano e seis meses anteriores. Uma

outra possível leitura é que as decisões por gerenciamento real das atividades são tomadas em trimestres anteriores. Nesse sentido, as decisões tomadas em 2018Q4 serão observadas em cerca de um ano e seis meses posteriores, desde que observadas as mesmas condições macroeconômicas.

Tabela 4 - Número de Defasagens VEC para o Modelo de Correção de Erros - 2014Q2-2018Q4

	Provisão*	Fluxos de Caixa Operacionais	Atividades de Crédito	Despesas Operacionais
<i>AIC</i>	-54,15855*	-60,21899*	-25,55782*	-13,59681*
Defasagens	4	6	6	2

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: Por Provisão: (1) $CA = \Delta$ (Ativo Circulante – Disponibilidades + Realizável em Longo Prazo) – Δ (Passivo Circulante + Exigível em Longo Prazo); (2) $TA(t-1) = \sum NDCA + DCA$; e (3) $\Delta St =$ Variação das Receitas de Intermediação. Por Fluxo de Caixa: (1) $\frac{CFO}{At-1}$; (2) $\frac{1}{At-1}$; (3) $\frac{St}{At-1}$; e (4) $\frac{\Delta St}{At-1}$. Por Atividade de Crédito: (1) $\frac{Cred_t}{A(t-1)}$; (2) $\frac{1}{At-1}$; (3) $\frac{St}{At-1}$; (4) $\frac{\Delta St}{At-1}$; e (5) $\frac{\Delta St-1}{At-1}$. Por Despesa Operacional: (1) $\frac{Desp.Op_t}{At-1}$; (2) $\frac{1}{At-1}$; e (3) $\frac{\Delta St-1}{At-1}$. Número de observações: 52. Período: 2014Q2-2018Q4 para dados em *cross section*: ITUB, SANB, BBDC e BBAS.

* indica o número de defasagens sugerido por *AIC*: Akaike information criterion em nível de 5%.

Releitura dos Modelos Originais Baseados no Modelo VEC

De posse das defasagens da cointegração aplica-se o modelo econométrico VEC do modelo original da equação (5), da seção 3.1, e há a seguinte releitura - ajustes, como demonstrado a seguir:

De - equação (5):

$$\frac{CA}{TA(t-1)} = \alpha \frac{1}{TA(t-1)} + \alpha 1 \frac{\Delta St}{TA(t-1)} + \varepsilon$$

Para - equação (10):

$$\begin{aligned} \frac{CA}{TA(t-1)} = & C(1) * \frac{CA}{TA(t-1)} + C(2) * \frac{CA}{TA(t-1)} + C(3) \frac{1}{TA(t-1)} + C(4) \frac{1}{TA(t-1)} \\ & + C(5) \frac{\Delta St}{TA(t-1)} + C(6) \frac{\Delta St}{TA(t-1)} + C(7) \end{aligned}$$

Em que:

$$CA = \Delta (\text{Ativo Circulante} - \text{Disponibilidades}) - \Delta \text{Passivo Circulante}$$

$$TA_{(t-1)} = \sum \text{acr\u00e9scimos n\u00e3o discricion\u00e1rios (NDCA)} + \text{acr\u00e9scimos discricion\u00e1rios (DCA)}$$

no fim do per\u00edodo imediatamente anterior a (t)

$$\Delta St = \text{Varia\u00e7\u00e3o das receitas de intermedia\u00e7\u00e3o do per\u00edodo (t)}$$

As defasagens e a cointegra\u00e7\u00e3o permitem a releitura das equa\u00e7\u00f5es originais n\u00fameros 1, 2 e 3 da se\u00e7\u00e3o 3.1 para aquelas ajustadas pelo modelo VEC, conforme demonstrado a seguir:

Equa\u00e7\u00e3o (1) - N\u00edvel das atividades dos fluxos de caixa

De - equa\u00e7\u00e3o (1):

$$\frac{CFO}{At-1} = \alpha \frac{1}{At-1} + \alpha 1 \frac{St}{At-1} + \alpha 2 \frac{\Delta St}{At-1} + \varepsilon$$

Para - equa\u00e7\u00e3o (11):

$$\begin{aligned} \frac{CFO}{At-1} = & c(1) \left(\frac{CFO}{At-1} - 7.70131278751 * \frac{St}{At-1} + 0.0119457408597 \right) + c(2) \left(\frac{1}{At-1} - \right. \\ & \left. 9.25650007699e - 08 * \frac{St}{At-1} - 8.34731145342e - 10 \right) + c(3) \left(\frac{St}{At-1} - \right. \\ & \left. 13.011258157 * \frac{\Delta St}{At-1} - 0.0929251101717 \right) + C(4) \frac{CFO}{At-1} + C(5) \frac{CFO}{At-1} + C(6) \frac{CFO}{At-1} + \\ & C(7) \frac{CFO}{At-1} + C(8) \frac{CFO}{At-1} + C(9) \frac{CFO}{At-1} + c(10) \frac{1}{At-1} + c(11) \frac{1}{At-1} + c(12) \frac{1}{At-1} + c(13) \frac{1}{At-1} + \\ & c(14) \frac{1}{At-1} + c(15) \frac{1}{At-1} + c(16) \frac{St}{At-1} + c(17) \frac{St}{At-1} + c(18) \frac{St}{At-1} + c(19) \frac{St}{At-1} + \\ & c(20) \frac{St}{At-1} + c(21) \frac{St}{At-1} + c(22) \frac{\Delta St}{At-1} + c(23) \frac{\Delta St}{At-1} + (24) \frac{\Delta St}{At-1} + (25) \frac{\Delta St}{At-1} + (26) \frac{\Delta St}{At-1} + \\ & (27) \frac{\Delta St}{At-1} + c(28) \end{aligned}$$

Equação (2) - Nível das atividades de crédito

De - equação (2):

$$\frac{Cred_t}{A(t-1)} = \alpha \frac{1}{At-1} + \alpha 1 \frac{St}{At-1} + \alpha 2 \frac{\Delta St}{At-1} + \alpha 3 \frac{\Delta St-1}{At-1} + \varepsilon$$

Para - equação (12):

$$\begin{aligned} \frac{Cred_t}{A(t-1)} = & C(1) * \frac{Cred_t}{A(t-1)} + C(2) * \frac{Cred_t}{A(t-1)} + C(3) * \frac{Cred_t}{A(t-1)} + C(4) * \frac{Cred_t}{A(t-1)} + C(5) * \\ & \frac{Cred_t}{A(t-1)} + C(6) * \frac{Cred_t}{A(t-1)} + C(7) * \frac{1}{At-1} + C(8) * \frac{1}{At-1} + C(9) * \frac{1}{At-1} + C(10) * \\ & \frac{1}{At-1} + C(11) * \frac{1}{At-1} + C(12) * \frac{1}{At-1} + C(13) * \frac{\Delta St}{At-1} + C(14) * \frac{\Delta St}{At-1} + C(15) * \\ & \frac{\Delta St}{At-1} + C(16) * \frac{\Delta St}{At-1} + C(17) * \frac{\Delta St}{At-1} + C(18) * \frac{\Delta St}{At-1} + C(19) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(20) * \\ & \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(21) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(22) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(23) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(24) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + \\ & C(25) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(26) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(27) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(28) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(29) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + \\ & C(30) * \frac{\Delta St-1}{At-1} + C(31) \end{aligned}$$

Equação (3) - Nível das despesas operacionais

De - equação (3):

$$\frac{DespOp_t}{At-1} = \alpha \frac{1}{At-1} + \alpha 1 \frac{St-1}{At-1} + \varepsilon$$

Para - equação (13):

$$\begin{aligned} \frac{DespOp_t}{At-1} = & C(1) * \frac{DespOp_t}{At-1} + C(2) * \frac{DespOp_t}{At-1} + C(3) * \frac{1}{At-1} + C(4) * \frac{1}{At-1} + C(5) * \\ & \frac{St-1}{At-1} + C(6) * \frac{St-1}{At-1} + C(7) \end{aligned}$$

4.5 DETECÇÃO DAS PRÁTICAS DE DISCRICIONARIEDADES E GERENCIAMENTO REAL DAS ATIVIDADES

Esta seção tem por objetivo a demonstração das práticas de gerenciamento de resultados pela utilização de vieses operacionais propiciados pela atividade, bem como pelo uso excessivo ou não de provisões e reservas. É a evidenciação da eventual existência por padrões de conduta para tais práticas, ou, até mesmo, a alternância de métodos de gerenciamento. Os resultados indicam que as instituições financeiras têm maior propensão à utilização do gerenciamento real das atividades do que pelo uso discricionário por provisão, em face do número de ocorrências positivas superior pelo primeiro método com relação ao segundo.

Discricionariedades por Provisão

As discricionariedades foram apuradas para o período indicado como de estagnação da economia brasileira, que é o período compreendido entre 2014Q2-2018Q4. É importante lembrar que toda atividade requer o reconhecimento de provisões, reservas, etc. para a adequada demonstração dos riscos assumidos e dos créditos que porventura não se realizarão no futuro. Contudo, os desvios acima da mediana estimada pelo modelo VEC são considerados um excesso que pode ser proveniente dos erros de julgamento dos riscos intencionais ou não, ou pelo uso indevido de provisões para a obtenção do lucro líquido ideal para o período em análise.

A mediana estimada no modelo VEC para as discricionariedades para o referido período é de 0,045289. Com isso, toda parcela de discricionariedade acima da mediana é dada como adoção de práticas de gerenciamento de resultados.

A tabela 5, a seguir, demonstra que, para o período 2014Q2-2018Q4 para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander, há 45 observações de um total de 76, representando 56,21% de observações com indícios de práticas de discricionariedade.

Esse resultado é decorrente da comparação da mediana dos acréscimos discricionários (Med DCA) com acréscimos discricionários (DCA), demonstrados na coluna DCS>Med DCA. Se os valores de DCA forem superiores a Med DCA, considera-se como “Sim”; caso contrário, “Não”.

Tabela 5 - Discricionariedades para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2014Q2-2018Q4 – “Sim”

IF	Trimestre	DCA	Med DCA	DCA>Med DCA
BBAS3	31/03/2015	0,068676	0,045289	Sim
BBAS3	30/06/2017	0,051882	0,045289	Sim
BBAS3	31/03/2018	0,077584	0,045289	Sim
BBAS3	30/06/2018	0,047417	0,045289	Sim
BBAS3	30/09/2018	0,046847	0,045289	Sim
ITUB3	30/09/2014	0,055164	0,045289	Sim
ITUB3	31/12/2014	0,06206	0,045289	Sim
ITUB3	31/03/2015	0,076477	0,045289	Sim
ITUB3	30/09/2015	0,08806	0,045289	Sim
ITUB3	31/12/2015	0,059258	0,045289	Sim
ITUB3	30/06/2016	0,104699	0,045289	Sim
ITUB3	30/09/2016	0,048701	0,045289	Sim
ITUB3	31/12/2016	0,054974	0,045289	Sim
ITUB3	30/06/2017	0,060902	0,045289	Sim
ITUB3	30/09/2017	0,057446	0,045289	Sim
ITUB3	31/12/2017	0,068488	0,045289	Sim
ITUB3	31/03/2018	0,054407	0,045289	Sim
ITUB3	30/06/2018	0,049883	0,045289	Sim
ITUB3	30/09/2018	0,066197	0,045289	Sim
ITUB3	31/12/2018	0,051224	0,045289	Sim
BBDC3	30/09/2014	0,084756	0,045289	Sim
BBDC3	31/12/2014	0,064332	0,045289	Sim
BBDC3	30/09/2015	0,04969	0,045289	Sim
BBDC3	30/06/2016	0,052274	0,045289	Sim
BBDC3	30/09/2016	0,117515	0,045289	Sim
BBDC3	30/06/2017	0,045898	0,045289	Sim
BBDC3	30/09/2017	0,065366	0,045289	Sim
BBDC3	31/03/2018	0,062948	0,045289	Sim
BBDC3	30/06/2018	0,054321	0,045289	Sim
BBDC3	30/09/2018	0,077406	0,045289	Sim
BBDC3	31/12/2018	0,050226	0,045289	Sim
SANB3	30/06/2014	0,055514	0,045289	Sim

SANB3	30/09/2014	0,076715	0,045289	Sim
SANB3	31/12/2014	0,158906	0,045289	Sim
SANB3	31/03/2015	0,06953	0,045289	Sim
SANB3	30/09/2015	0,168571	0,045289	Sim
SANB3	30/09/2016	0,059472	0,045289	Sim
SANB3	31/12/2016	0,09065	0,045289	Sim
SANB3	31/03/2017	0,059347	0,045289	Sim
SANB3	30/09/2017	0,085799	0,045289	Sim
SANB3	31/12/2017	0,06075	0,045289	Sim
SANB3	31/03/2018	0,094265	0,045289	Sim
SANB3	30/06/2018	0,056106	0,045289	Sim
SANB3	30/09/2018	0,076797	0,045289	Sim
SANB3	31/12/2018	0,069562	0,045289	Sim

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: (1) $NDCA = \frac{1}{(TA(t-1))} + \frac{\Delta S - \Delta AR}{TA(t-1)}$; e (2) $DCA = \frac{CA}{TA(t-1)} - NDC$; Med DCA: mediana DCA. Número de observações: 76; “Sim”: 45; “Não”: 31.

A tabela 6, a seguir, demonstra que, para o período 2014Q2-2018Q4 para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander, há 31 observações de um total de 76, representando 41% de observações do tipo “Não”.

Tabela 6 - Discrecionalidades para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2014Q2-2018Q4 – “Não”

IF	Trimestre	DCA	Med DCA	DCA>Med DCA
BBAS3	30/06/2014	0,037443	0,045289	Não
BBAS3	30/09/2014	0,039088	0,045289	Não
BBAS3	31/12/2014	0,021589	0,045289	Não
BBAS3	30/06/2015	0,026715	0,045289	Não
BBAS3	30/09/2015	0,034375	0,045289	Não
BBAS3	31/12/2015	-0,08788	0,045289	Não
BBAS3	31/03/2016	0,031097	0,045289	Não
BBAS3	30/06/2016	0,041096	0,045289	Não
BBAS3	30/09/2016	0,033384	0,045289	Não
BBAS3	31/12/2016	-0,02071	0,045289	Não
BBAS3	31/03/2017	0,023689	0,045289	Não
BBAS3	30/09/2017	0,009099	0,045289	Não
BBAS3	31/12/2017	0,021857	0,045289	Não
BBAS3	31/12/2018	0,006202	0,045289	Não
ITUB3	30/06/2014	0,031678	0,045289	Não
ITUB3	30/06/2015	-0,00179	0,045289	Não
ITUB3	31/03/2016	0,001454	0,045289	Não
ITUB3	31/03/2017	0,036247	0,045289	Não
BBDC3	30/06/2014	0,043577	0,045289	Não
BBDC3	31/03/2015	0,028152	0,045289	Não
BBDC3	30/06/2015	0,031322	0,045289	Não
BBDC3	31/12/2015	0,019721	0,045289	Não
BBDC3	31/03/2016	0,043686	0,045289	Não
BBDC3	31/12/2016	0,023978	0,045289	Não

BBDC3	31/03/2017	0,044197	0,045289	Não
BBDC3	31/12/2017	0,042352	0,045289	Não
SANB3	30/06/2015	0,043014	0,045289	Não
SANB3	31/12/2015	0,002946	0,045289	Não
SANB3	31/03/2016	0,027762	0,045289	Não
SANB3	30/06/2016	0,022743	0,045289	Não
SANB3	30/06/2017	-0,00826	0,045289	Não

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: (1) $NDCA = \frac{1}{(TA(t-1))} + \frac{\Delta S - \Delta AR}{TA(t-1)}$; e (2) $DCA = \frac{CA}{TA(t-1)} - NDC$; Med DCA: mediana DCA. Número de observações: 76; “Sim”: 45; “Não”: 31.

Discrecionalidades pelo Gerenciamento Real das Atividades

A composição das discrecionalidades pelo gerenciamento real das atividades é dada pelos desvios: (i) dos níveis de fluxos de caixa operacionais representados por *ABN_CFOV*; (ii) das atividades de crédito (*ABN_CREDV*); e (iii) das atividades de despesas operacionais (*ABN_DESPOPV*), os quais têm a intenção de detecção de desvios anormais nas três principais rubricas das demonstrações financeiras das instituições financeiras para o período 2016Q1-2018Q4, em *cross section*. Esses desvios das operações de crédito são uma adaptação dos estudos de Roychowdhury (2006), mas mantém-se o *core* do estudo, que é o da captura de eventuais desvios nas operações de crédito, de custos de captação da intermediação financeira e de despesas operacionais.

Os resultados dos desvios anormais são demonstrados nas tabelas 7 e 8, a seguir, consubstanciados com a análise da *proxy* geral REM, que será utilizada na seção 4.7, como variável dependente do modelo VEC.

A *proxy* geral REM é a somatória dos desvios individuais dos fluxos de caixa operacionais, das atividades de crédito e das despesas operacionais, a qual representa o efeito geral. Adota-se esse critério para que os desvios individuais não sejam diluídos, ainda que tenham diferentes impactos, como corroborado pelos estudos de Cohen *et al.* (2008).

Os dados constantes no lado esquerdo das tabelas 7 e 8: ABN_CFOV, ABN_CREDV, ABN_DESPOPV e REM (1) são utilizados para a composição do modelo REM + Governança Corporativa em sua versão de correção dos ajustes por vetor e/ou coeficiente. Os dados constantes no lado direito das tabelas 7 e 8: ABN_CFOV, ABN_CREDV, ABN_DESPOPV e REM (2) são um resumo qualitativo dos resultados dos desvios das operações de crédito, dos fluxos de caixa e das despesas operacionais. O REM (2), por sua vez, é o resultado da análise conjunta dos três desvios individuais. Então, considera-se “Sim” quando a contagem individual para cada desvio for superior ao “Não”, e, para o contrário dessa afirmação, tem-se “Não”.

A tabela 7, a seguir, indica que a *proxy* geral REM (2) tem um total de 35 ocorrências do tipo “Sim” para um número de observações de 48, portanto, 73% para o período 2016Q2-2018Q4. O entendimento é de que as instituições financeiras utilizam as práticas de gerenciamento real das atividades. Entretanto, não possível determinar qual rubrica em sua composição é responsável por tal variação. Por outro lado, sumariza que de alguma forma há intervenção nos negócios por meio de ajustes nas receitas, redução das despesas operacionais e custo de intermediação, e são consideradas superiores aos valores estimados nos modelos. A tabela 8, a seguir, indica que a *proxy* geral REM (2) indica 13 ocorrências do tipo “Não” para um número de observações de 48, portanto, 25% para o período 2016Q2-2018Q4. A expectativa é de que setores altamente regulados tenham menor preponderância à temática de gerenciamento de resultados, mas os resultados das tabelas 7 e 8, a seguir, demonstram que há maior propensão às discricionariedades.

Tabela 7 - Proxy Geral REM (2) - “Sim” para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2016Q2-2018Q4

IF	Trimestre	ABN_CFOV	ABN_CREDV	ABN_DESPOPV	REM (1)	ABN_CFOV	ABN_CREDV	ABN_DESPOPV	REM (2)
BBAS3	31/03/2016	-0,10399	0,13371	0,08508	0,1148	Sim	Sim	Não	Sim
BBAS3	30/06/2016	-0,08105	0,10732	0,08091	0,10718	Sim	Sim	Não	Sim
BBAS3	30/09/2016	-0,10085	0,11411	0,08547	0,09873	Sim	Sim	Não	Sim
BBAS3	31/12/2016	0,03485	0,01974	0,08643	0,14102	Sim	Não	Sim	Sim
BBAS3	30/06/2017	0,11069	0,09683	0,0819	0,28943	Sim	Sim	Não	Sim
BBAS3	31/03/2018	-0,02224	0,09949	0,08233	0,15958	Sim	Sim	Não	Sim
BBAS3	30/06/2018	-0,11714	0,0885	0,0887	0,06006	Sim	Sim	Sim	Sim
ITUB3	31/03/2016	-0,00961	0,08731	0,08305	0,16074	Sim	Sim	Não	Sim
ITUB3	30/06/2016	0,03278	0,11805	0,08167	0,23249	Sim	Sim	Não	Sim
ITUB3	30/09/2016	0,01697	0,08419	0,08566	0,18681	Sim	Não	Sim	Sim
ITUB3	31/03/2017	0,09085	0,10954	0,08238	0,28277	Sim	Sim	Não	Sim
ITUB3	30/06/2017	-0,03736	0,09116	0,0827	0,1365	Sim	Sim	Não	Sim
ITUB3	31/12/2017	0,06648	0,09773	0,08143	0,24563	Sim	Sim	Não	Sim
ITUB3	30/06/2018	-0,02375	0,10455	0,08096	0,16176	Sim	Sim	Não	Sim
BBDC3	31/03/2016	-0,04848	0,06615	0,0905	0,10817	Sim	Não	Sim	Sim
BBDC3	30/06/2016	-0,04818	0,09939	0,09016	0,14137	Sim	Sim	Sim	Sim
BBDC3	30/09/2016	0,08359	0,08108	0,08696	0,25164	Sim	Não	Sim	Sim
BBDC3	31/12/2016	-0,10563	0,11469	0,08706	0,09612	Sim	Sim	Sim	Sim
BBDC3	31/03/2017	0,03628	0,12704	0,08679	0,25012	Sim	Sim	Sim	Sim
BBDC3	30/06/2017	0,01703	0,07882	0,08605	0,18189	Sim	Não	Sim	Sim
BBDC3	30/09/2017	-0,1052	0,0789	0,08934	0,06303	Sim	Não	Sim	Sim
BBDC3	31/12/2017	-0,05386	0,07772	0,08755	0,11141	Sim	Não	Sim	Sim
BBDC3	30/09/2018	0,03653	0,13624	0,08682	0,25958	Sim	Sim	Sim	Sim
SANB3	31/03/2016	0,10495	0,08567	0,09868	0,2893	Sim	Não	Sim	Sim
SANB3	30/06/2016	-0,06701	0,06662	0,09512	0,09472	Sim	Não	Sim	Sim
SANB3	30/09/2016	-0,0135	0,0638	0,09464	0,14494	Sim	Não	Sim	Sim
SANB3	31/12/2016	-0,02764	0,09699	0,09339	0,16275	Sim	Sim	Sim	Sim
SANB3	31/03/2017	-0,01703	0,08853	0,09673	0,16823	Sim	Sim	Sim	Sim
SANB3	30/06/2017	0,09103	0,09471	0,09542	0,28116	Sim	Sim	Sim	Sim
SANB3	30/09/2017	0,08256	0,06826	0,09932	0,25014	Sim	Não	Sim	Sim
SANB3	31/12/2017	-0,01457	0,07837	0,0959	0,1597	Sim	Não	Sim	Sim

IF	Trimestre	ABN_CFOV	ABN_CREDV	ABN_DESPOPV	REM (1)	ABN_CFOV	ABN_CREDV	ABN_DESPOPV	REM (2)
SANB3	31/03/2018	-0,02688	0,10559	0,09776	0,17647	Sim	Sim	Sim	Sim
SANB3	30/06/2018	-0,03229	0,0964	0,09535	0,15946	Sim	Sim	Sim	Sim
SANB3	30/09/2018	0,0148	0,02538	0,09705	0,13722	Sim	Não	Sim	Sim
SANB3	31/12/2018	-0,01419	0,07251	0,09449	0,15281	Sim	Não	Sim	Sim

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: $ABN_CFOV = \frac{CFO_{actual}}{At-1} - \left[\frac{CFO_{est}}{At-1} = \frac{1}{At-1} + \frac{St}{At-1} + \frac{\Delta St}{At-1} \right]$; $ABN_CREDV = \frac{Cred_t act}{A(t-1)} - \left[\frac{Cred_t est}{A(t-1)} + \frac{1}{At-1} + \frac{St}{At-1} + \frac{\Delta St}{At-1} + \frac{\Delta St-1}{At-1} \right]$;

$ABN_DESPOPV = \frac{Desp.Op_t}{At-1} - \left[\frac{Desp.Op_t}{At-1} = \frac{1}{At-1} + \frac{\Delta St-1}{At-1} \right]$; proxy geral: $REM = ABN_{CFOV} + ABN_{DespOpV} + ABN_{CredV}$. Resultado: “Sim” - há desvios anormais de forma individual e no exame em conjunto; “Não” - não há desvios de forma individual e no exame em conjunto. Número de observações: 48; “Sim”: 35; “Não”: 13.

Tabela 8 - Proxy Geral REM (2) – “Não” para o Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para o Período 2016Q2-2018Q4

IF	Trimestre	ABN_CFOV	ABN_CREDV	ABN_DESPOPV	REM (1)	ABN_CFOV	ABN_CREDV	ABN_DESPOPV	REM (2)
BBAS3	31/03/2017	0,03627	0,08215	0,08335	0,20176	Sim	Não	Não	Não
BBAS3	30/09/2017	-0,00432	0,06644	0,08498	0,1471	Não	Não	Não	Não
BBAS3	31/12/2017	0,00542	0,04653	0,08434	0,13629	Não	Não	Não	Não
BBAS3	30/09/2018	0,13637	0,04652	0,08236	0,26524	Sim	Não	Não	Não
BBAS3	31/12/2018	0,01369	0,07051	0,08527	0,16947	Sim	Não	Não	Não
ITUB3	31/12/2016	-0,02598	0,06783	0,08322	0,12506	Sim	Não	Não	Não
ITUB3	30/09/2017	-0,00639	0,09423	0,08309	0,17092	Não	Sim	Não	Não
ITUB3	31/03/2018	-0,06652	0,06732	0,08541	0,0862	Sim	Não	Não	Não
ITUB3	30/09/2018	0,04112	0,06296	0,08167	0,18575	Sim	Não	Não	Não
ITUB3	31/12/2018	0,00629	0,09406	0,08376	0,18411	Não	Sim	Não	Não
BBDC3	31/03/2018	0,10862	0,05969	0,08522	0,25353	Sim	Não	Não	Não
BBDC3	30/06/2018	-0,06999	0,06688	0,08383	0,08071	Sim	Não	Não	Não
BBDC3	31/12/2018	0,08311	0,08708	0,08561	0,2558	Sim	Sim	Não	Não

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: $ABN_CFOV = \frac{CFO_{actual}}{At-1} - \left[\frac{CFO_{est}}{At-1} = \frac{1}{At-1} + \frac{St}{At-1} + \frac{\Delta St}{At-1} \right]$; $ABN_CREDV = \frac{Cred_t act}{A(t-1)} - \left[\frac{Cred_t est}{A(t-1)} + \frac{1}{At-1} + \frac{St}{At-1} + \frac{\Delta St}{At-1} + \frac{\Delta St-1}{At-1} \right]$;

$ABN_DESPOPV = \frac{Desp.Op_t}{At-1} - \left[\frac{Desp.Op_t}{At-1} = \frac{1}{At-1} + \frac{\Delta St-1}{At-1} \right]$; proxy geral: $REM = ABN_{CFOV} + ABN_{DespOpV} + ABN_{CredV}$. Resultado: “Sim” - há desvios anormais de forma individual e no exame em conjunto, “Não” - não há desvios de forma individual e no exame em conjunto. Número de observações: 48; “Sim”: 35; “Não”: 13.

4.6 VARIÁVEIS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Estrutura de Propriedade (OWN)

As instituições financeiras no Brasil apresentam aspectos de concentração de propriedade. Esse grau de concentração determina a estruturação do poder entre os acionistas. Para que fosse possível observar essa estrutura nas instituições financeiras da amostra (BBAS3, ITUB3, BBDC3 e SANB3), classificou-se a composição do capital entre ações ordinárias (ON) e ações preferenciais (PN) e entre *insiders* e *outsiders*. Essa categorização não se ateve às características exclusivas da emissão de cada ação, mas à configuração de participação nas decisões do Conselho de Administração.

Os *insiders* são as *holdings* detentoras de grandes ações, ON e PN, dos bancos e, historicamente, acionista constituinte do negócio; já os *outsiders* são os acionistas não pertencentes à estrutura interna das instituições, representados por investidores institucionais e grandes investidores interessados em investimentos em ações como diversificação de ganhos em aplicações.

A tabela 9, a seguir, referente à estrutura de propriedade dos dados em *cross section* para o período entre 2014Q2 e 2018Q4, demonstra que os *insiders* são superiores a 50% na estrutura do Banco do Brasil e Santander, enquanto para o Itaú-Unibanco e Bradesco a participação é menor que 50%; contudo, os acionistas são denominados de controladores em bloco e família fundadora dos negócios no Brasil, muito embora com proporções de participação diferentes, porém com influência relevante em ambas as composições, devido a serem os responsáveis pela aprovação dos planos estratégicos e por outras decisões no Conselho de Administração. Os *outsiders* são compostos por acionistas pulverizados e formam a carteira de ações negociadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão.

Tabela 9 - Composição da Estrutura de Propriedade - *Insiders* e *Outsiders* - Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander - 2014Q1-2018Q4

Período	IF	<i>Insiders</i> ON	<i>Outsiders</i> ON	Total ON	Outros	<i>Insiders</i> PN	<i>Outsiders</i> PN	Total PN	Outros
2014Q2-2018Q4	BBAS3	0,6115	0,3687	0,9802	0,0198	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2014Q1-2018Q4	ITUB3	0,4566	0,5314	0,9880	0,0120	0,4566	0,5314	0,9880	0,0120
2014Q1-2018Q4	BBDC3	0,3805	0,6038	0,9843	0,0157	0,3805	0,6038	0,9843	0,0157
2014Q1-2018Q4	SANB3	0,8891	0,1048	0,9939	0,0061	0,8891	0,1048	0,9939	0,0061

Elaborado pela autora. *Insiders*: ON: ações ordinárias; PN: ações preferenciais; Total ON: total de *insiders* ON e *outsiders* ON; Total PN: total de *insiders* PN e *outsiders* PN. Período: 2014Q1-2018Q4. Dados em *cross section*. Número de observações: 80.

O Banco do Brasil tem em sua estrutura a participação de *insiders* relevantes, como a União Federal, representada pelo Tesouro Nacional, e a Previ Caixa e Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, denominadas Previ's. Diferentemente dos bancos privados com forte influência dos controladores em bloco, o banco público tem influência significativa do governo federal, devido às indicações políticas para as posições de relevância na instituição, como a presidência, e outras posições que confirmem a execução do plano econômico em curso. A estrutura totalmente pulverizada, como preconizada por Jensen e Meckling (1976), não se aplica às instituições financeiras no Brasil, tampouco há alteração significativa nas participações no decorrer dos trimestres.

Tamanho (TAM), Independência do Conselho de Administração (IND) e Dualidade do CEO (DUAL_CEO)

As empresas listadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão têm exigências dos investidores de acordo com o segmento de listagem em que se encontram: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado até 28 de dezembro de 2017 e Novo Mercado após 2 de janeiro de 2018, classificados nos Níveis I, II e III. O Banco do Brasil está no segmento do Novo Mercado, Bradesco e Itaú-Unibanco pertencem ao Novo Mercado Nível I e Santander está no tradicional Bovespa.

A tabela 10, a seguir, demonstra as obrigações ou o tamanho mínimo do Conselho de Administração para o cumprimento do segmento de listagem.

Tabela 10 - Características do Segmento de Listagem para a Composição do Conselho de Administração

	NM - Novo Mercado	NM - Nível I	Tradicional
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação), dos quais pelo menos dois, ou 20% (o que for maior), devem ser independentes, com mandato unificado de até dois anos	Mínimo de três membros (conforme legislação), com mandato unificado de até dois anos	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do Conselho de Administração e diretor-presidente ou principal executivo representado pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações	Presidente do Conselho de Administração e diretor-presidente ou principal executivo representado pela mesma pessoa (carência de três anos a partir da adesão)	Não há regra específica

Fonte: Elaborado pela autora. Adaptado do comparativo de segmentos de listagem B3. Disponível em:

<http://www.b3.com.br/data/files/18/82/03/C7/964EE5109A67ACE5790D8AA8/Comparativo%20dos%20Segmentos%20de%20Listagem.pdf>. Recuperado em 06/01/2020.

A possibilidade da dualidade do presidente executivo não é permitida para as empresas que compõem o Novo Mercado, mas não há proibição para o segmento de listagem tradicional/básico no qual se encontra o Santander. Entretanto, no *site* do Santander há a menção de que as regras de governança corporativa aplicadas pela instituição se equiparam às demais empresas listadas no Nível I.

Em especial ao Banco do Brasil, no *site* há a indicação de que a B3 - Bolsa, Balcão, Brasil desenvolveu para companhias públicas um programa de certificação de governança corporativa para que houvesse o resgate da confiança dos investidores para com esse segmento de público, o qual foi impactado pela comprovação judicial de corrupção dos membros do Conselho de Administração e de indícios de lavagem de dinheiro.

Os *sites* do Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander indicam mudanças significativas na apresentação das informações para os investidores e público em geral.

Em análise da disponibilidade das informações nos referidos *sites*, constata-se que para os dados econômico-financeiros há pelo menos um histórico de dez anos; entretanto, outras informações qualitativas, tais como a composição dos Conselhos (de Administração, Fiscal e Consultivo) e dos diversos Comitês de apoio às atividades, são restritas ao ano corrente ou de acordo com o mandato estabelecido em estatuto. O histórico das informações permitiria a avaliação do tempo de permanência de cada membro em suas atividades no Conselho e/ou Comitê.

De forma geral, as estruturas de governança corporativa das instituições financeiras são equivalentes, ou seja, têm praticamente a mesma quantidade de Comitês e delimitam a independência dos membros.

Percebe-se que nos últimos anos as instituições financeiras privadas têm investido significativamente em uma identidade visual, até mesmo para a disposição das informações a respeito das práticas de governança corporativa. Outro investimento significativo por parte das instituições financeiras privadas é a divulgação das teleconferências e suas respectivas transcrições realizadas a cada trimestre findo, assim como a divulgação do calendário corporativo, muito embora esta última seja um requerimento de listagem da B3 - Bolsa, Balcão, Brasil.

A tabela 11, a seguir, demonstra um comparativo das estruturas organizacionais de governança corporativa adotadas pelo Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander.

A estrutura mais enxuta é a do banco público: Banco do Brasil, e, a maior, departamentalizada, é a do Itaú-Unibanco. De maneira geral, todas mantêm o *core* da estrutura de governança: Conselhos de Administração e Fiscal e Comitês de Remuneração, de Gestão de Riscos, de Auditoria e de Nomeação e Governança. Há de se salientar que, eventualmente, há denominações pouco diferentes, mas os atributos são os mesmos; com isso, conclui-se pela existência de um padrão mínimo coerente com os requerimentos de estatuto de cada instituição financeira e de segmentos de listagem B3 - Bolsa, Balcão, Brasil.

Tabela 11 - Comparativo das Estruturas Organizacionais de Governança Corporativa das Instituições Financeiras

Banco do Brasil	Itaú-Unibanco	Bradesco	Santander
Conselho de Administração	Conselho de Administração	Conselho de Administração	Conselho de Administração
Conselho Fiscal	Conselho Fiscal	Conselho Fiscal	Conselho Fiscal
Comitê de Gestão de Riscos e Capital	Comitê de Gestão de Riscos e Capital	Comitê de Gestão de Riscos e Alocação	Comitê de Gestão de Riscos e <i>Compliance</i>
-	-	Comitê de Riscos	-
Comitê de Auditoria	Comitê de Auditoria	Comitê de Auditoria	Comitê de Auditoria
-	Comitê de Pessoas	-	-
Comitê de Pessoas, Remuneração e Elegibilidade	Comitê de Remuneração	Comitê de Remuneração	Comitê de Remuneração
Comitê de Tecnologia, Estratégia e Inovação	Comitê de Partes Relacionadas	Comitê de Integridade e Conduta Ética	-
-	Comitê de Nomeação e Governança	Comitê de Sucessão e Nomeação	Comitê de Nomeação e Governança
-	Comitê de Estratégia	-	-
-	Comitê de Responsabilidade Social	Comitê de Sustentabilidade e Diversidade	Comitê de Sustentabilidade
-	Conselho Consultivo (Estratégico Latam e <i>Digital Advisory Board</i>)	-	Comitê de Assessoramento do Conselho de Administração
Total geral: 6	Total geral: 12	Total geral: 9	Total geral: 9
Total de Comitês: 4	Total de Comitês: 8	Total de Comitês: 7	Total de Comitês: 7
Total de Conselhos: 2	Total de Conselhos: 4	Total de Conselhos: 2	Total de Conselhos: 2

Fonte: Elaborado pela autora. Adaptado dos *sites* das instituições financeiras. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>; <https://www.santander.com.br/ri/administracao>; <https://www.itaub.com.br/relacoes-com-investidores>; https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

As tabelas 12 e 13, a seguir, demonstram a composição do Conselho de Administração e dos principais Comitês comuns entre as instituições financeiras e considerados de maior relevância para a presente pesquisa. Em todas as informações a seguir busca-se pela composição da independência de cada Conselho e Comitê.

A tabela 12, a seguir, demonstra a composição analítica do Conselho de Administração, observando alguns atributos além da independência, tais como histórico profissional

predominante e formação acadêmica dos membros. De acordo com as informações prestadas nos respectivos *sites* das instituições financeiras, a quantidade de membros independentes é exatamente a mesma, cinco para cada instituição, ainda que o tamanho do Conselho seja diferente. Os membros independentes são qualificados pela própria instituição financeira.

De acordo com a regra geral da listagem B3 - Bolsa, Balcão, Brasil, todas as instituições financeiras têm um número superior à composição mínima de membros e de conselheiros independentes. O maior Conselho de Administração é o do Itaú-Unibanco e, o menor, do Banco do Brasil.

O Banco do Brasil apresenta características peculiares na Administração: a composição do Conselho de Administração é indicação do Ministério da Economia; os outros membros são eleitos pelos acionistas minoritários e por funcionários. A composição de indicações é um total de cinco, em que dois são considerados independentes, ainda que um seja o próprio presidente do Conselho de Administração; a outra posição encontra-se vaga.

Na composição do Conselho de Administração do Itaú-Unibanco, seis membros (de um total de 11) são herdeiros das famílias Setúbal e Moreira Salles, remanescendo cinco membros independentes. A mesma característica é presente no Bradesco, entretanto, em um número menor, com uma composição de funcionários com grande relevância para a instituição, ou melhor, os que tiveram carreira consolidada na instituição e têm conhecimento do negócio e provavelmente dos anseios dos herdeiros das famílias Aguiar e Brandão.

O Santander, em oposição aos concorrentes privados, tem em sua composição membros do Conselho de Administração com experiência diversificada, mas, em sua maioria,

tiveram experiências profissionais no segmento de instituições financeiras. Há somente dois membros com carreira consolidada no Santander; os demais são de outras organizações. É a segunda maior estrutura de Conselho de Administração.

Tabela 12 - Composição do Conselho de Administração das Instituições Financeiras

Conselho de Administração				
	Banco do Brasil	Itaú-Unibanco	Bradesco	Santander
1	Hélio Lima Magalhães	Pedro Moreira Salles	Luiz Carlos Trabuco Cappi	Álvaro Antônio Cardoso de Souza
2	Waldery Rodrigues Júnior	Roberto Egydio Setúbal	Carlos Alberto Rodrigues Guilherme	Sergio Agapito Lires Rial
3	Rubem de Freitas Novaes	Alfredo Egydio Setúbal	Denise Aguiar Alvarez	Celso Clemente Giacometti
4	José Guimarães Monforte	Ana Lúcia de Mattos Barreto Villela	João Aguiar Alvarez	Deborah Patricia Wright
5	Vago	João Moreira Salles	Milton Matsumoto	Deborah Stern Veitas
6	Débora Cristina Fonseca	Ricardo Vilella Marino	Alexandre da Silva Glüher	José Antônio Álvarez
7	Luiz Serafim Spínola Santos	Fabio Colleti Barbosa (*)	José Augusto Pancini	José de Paiva Ferreira
8	Paulo Roberto Evangelista de Lima	Gustavo Jorge Laboissière Loyola (*)	Mauricio Machado de Minas	José Maria Nus Badía
9		José Galló (*)		Marília Artimonte Rocca
10		Marco Ambrogio Crespi Bonomi (*)		
11		Pedro Luiz Bodin de Moraes (*)		
Total geral	8	11	8	9
Membros independentes	5	5	5	5

Fonte: Elaborado pela autora com base nos *sites* das instituições financeiras. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>; <https://www.santander.com.br/ri/administracao>; <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores>; https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

(*) Membros independentes.

A tabela 13, a seguir, apresenta a composição analítica do Conselho Fiscal das instituições financeiras. É de competência do Conselho Fiscal a fiscalização de todos os atos dos administradores, a opinião sobre o relatório anual da Administração e sobre as propostas dos órgãos de Administração referentes à modificação do capital social, a emissão de debêntures ou de bônus de subscrição, a criação de planos de investimento ou orçamentos de capital, a distribuição de dividendos, a denúncia de fraudes, erros ou crimes aos órgãos de administração, a análise das demonstrações financeiras trimestralmente e a requisição da presença de auditores independentes da instituição financeira nas reuniões. O Conselho Fiscal é referendado em Assembleias Gerais Ordinária e Extraordinária e pode ter caráter permanente ou instaurado anualmente.

Conforme já mencionado, no Banco do Brasil parte do Conselho de Administração é indicação do Ministério da Economia e parte é eleita pelos funcionários e acionistas minoritários. A maioria das indicações é de funcionários da União, em diversos cargos do Tesouro, Banco Central do Brasil, etc. Em contraponto com aqueles eleitos pelos minoritários, esses membros têm histórico profissional em companhias abertas e privadas. Para todas as instituições financeiras há membros suplentes na mesma proporção dos titulares; sendo assim, cinco para o Banco do Brasil e Bradesco e três para o Itaú-Unibanco e para o Santander.

Tabela 13 - Composição do Conselho Fiscal das Instituições Financeiras

Conselho Fiscal				
	Banco do Brasil	Itaú-Unibanco	Bradesco	Santander
1	Rafael Cavalcanti de Araújo	José Caruso Cruz Henriques	Ariovaldo Pereira	Antônio Melchiades Baldisera
2	Aldo César Martins Braido	Alkimar Ribeiro Moura	Domingos Aparecido Maia	João Guilherme de Andrade Consiglio
3	Vago	Eduardo Azevedo do Valle	José Maria Soares Nunes	Louise Barsi

Conselho Fiscal				
	Banco do Brasil	Itaú-Unibanco	Bradesco	Santander
4	Aloisio Macário Ferreira de Souza	-	Ivanyra Maura de Medeiros Correia	
5	Maurício Graccho de Severiano Cardoso	-	Walter Luís Bernardes Albertoni	
Total geral	5	3	5	3

Fonte: Elaborado pela autora com base nos *sites* das instituições financeiras. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>; <https://www.santander.com.br/ri/administracao/>; <https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/>; https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

A tabela 14, a seguir, demonstra a composição analítica dos membros do Comitê de Auditoria. De acordo com o regulamento do Banco Central do Brasil (Resolução nº 3.198, de 27 de maio de 2004, do Conselho Monetário Nacional - CMN), o Comitê de Auditoria é um órgão estatutário, separado do Conselho de Administração, criado por deliberação dos acionistas.

Os membros do Comitê de Auditoria podem ser membros do Conselho de Administração, desde que atendam a certas exigências de independência. A acumulação de cargos é observada em todas as instituições financeiras analisadas (Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander) em funções de coordenação das atividades.

O Comitê de Auditoria tem por objetivo assessorar o Conselho de Administração no desempenho de suas atribuições relacionadas ao acompanhamento das práticas contábeis adotadas na elaboração das demonstrações financeiras da instituição e de suas controladas, bem como na indicação e avaliação da efetividade da auditoria independente.

Tabela 14 - Composição do Comitê de Auditoria das Instituições Financeiras

Comitê de Auditoria				
	Banco do Brasil	Itaú-Unibanco	Bradesco	Santander
1	Antônio Carlos Correia (*)	Gustavo Jorge Laboissière Loyola (*)	Milton Matsumoto (*)	Deborah Stern Vieitas (*)
2	Luiz Serafim Spínola Santos	Antônio Francisco de Lima Neto	Wilson Antônio Salmeron Gutierrez	Luiz Carlos Nannini
3	Marcos Tadeu de Siqueira	Antônio Carlos Barbosa de Oliveira	Paulo Ricardo Satyro Bianchini	Maria Elena Cardoso Figueira
4		Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana	José Luís Elias	Júlio Sergio de Souza Cardoso
5		Rogério Paulo Calderón Peres	Paulo Roberto Simões da Cunha	
6		Diego Fresco Gutierrez		
Total geral	3	6	5	4

Fonte: Elaborado pela autora com base nos sites das instituições financeiras. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>; <https://www.santander.com.br/ri/administracao/>; <https://www.itaubr.com.br/relacoes-com-investidores/>; https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

(*) Acumulação de cargos: Conselho de Administração e Comitê de Auditoria.

A tabela 15, a seguir, apresenta a composição dos membros do Comitê de Remuneração, que tem por objetivo assessorar o Conselho de Administração na condução da política de remuneração dos administradores, nos termos da legislação vigente.

Tabela 15 - Composição do Comitê de Remuneração das Instituições Financeiras

Comitê de Remuneração				
	Banco do Brasil	Itaú-Unibanco	Bradesco	Santander
1	Luiz Serafim Spínola Santos (*)	Roberto Egydio Setúbal (*)	Luiz Carlos Trabuco Cappi (*)	Deborah Patricia Wright (*)
2	Antônio Gustavo Matos do Vale	Geraldo José Carbone	Carlos Alberto Rodrigues Guilherme (*)	Álvaro Antônio Cardoso de Souza
3	Egídio Otmar Ames	Gustavo Jorge Laboissière Loyola (*)	Milton Matsumoto (*)	Celso Clemente Giacometti (*)
4	Paulo Roberto Evangelista de Lima (*)	Pedro Luiz Bodin de Moraes (*)	Valdirene Soares Secato	Luiz Fernando Sanzogo Giorgi
5	Vago	Pedro Moreira Salles (*)		
Total geral	5	6	4	4

Fonte: Elaborado pela autora com base nos *sites* das instituições financeiras. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>; <https://www.santander.com.br/ri/administracao>; <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores>; https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

(*) Acumulação de cargos: Conselho de Administração e Comitê de Remuneração.

Observa-se que no Comitê de Remuneração de todas as instituições financeiras analisadas há a acumulação de cargos com o Conselho de Administração e, principalmente, dos coordenadores desse Comitê. O maior Comitê é o do Itaú-Unibanco, com a presença de pelo menos dois representantes da família Moreira Salles.

As regras de participação no Novo Mercado não permitem que o CEO tenha função dupla, a de presidente do banco e a participação no Conselho de Administração, exceto para as empresas listadas no segmento tradicional, do qual participa o Santander, mas este adota a não dualidade. Dessa forma, todos os bancos da amostra têm o mesmo perfil de governança, não representando uma variável de diferenciação para a adoção nas regressões.

A tabela 16, a seguir, apresenta a composição do Comitê de Gestão de Riscos e Capital das instituições financeiras, cujo atribuição é a de assessorar o Conselho de

Administração em assuntos relacionados às políticas, às diretrizes operacionais e às metodologias de alocação de capital, à gestão de risco e aos limites de exposição, observada a legislação aplicável.

Tabela 16 - Composição do Comitê de Gestão de Riscos e Capital das Instituições Financeiras

Comitê de Gestão de Riscos e Capital				
	Banco do Brasil	Itaú-Unibanco	Bradesco	Santander
1	Vilmar Gongora	Pedro Luiz Bodin de Moraes (*)	Alexandre da Silva Glüher (*)	Bernardo Parnes
2	Egídio Otmar Ames	Marco Ambrogio Crespi Bonomi (*)	Carlos Alberto Rodrigues Guilherme	Álvaro Antônio Cardoso de Souza (*)
3	Paulo Roberto Evangelista de Lima (*)	Roberto Egydio Setúbal (*)	André Rodrigues Cano	José de Paiva Ferreira
4	Regina Helena Jorge Nunes	-	-	René Luiz Grande
Total geral	4	3	3	4

Fonte: Elaborado pela autora com base nos *sites* das instituições financeiras. Dados secundários disponíveis em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>; <https://www.santander.com.br/ri/administracao/>; <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/>; https://www.bradescom.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

(*) Acumulação de cargos: Conselho de Administração, Comitê de Gestão de Riscos e Capital e Comitê de Remuneração.

Remuneração do Conselho de Administração (REM_CONS)

Em levantamento das demonstrações financeiras do Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander para os exercícios findos de 2014 a 2018, foi identificado que, desde 2010, a remuneração do Conselho de Administração das instituições financeiras é regulada pela Resolução CMN nº 3.921, de 25 de novembro de 2010. Essa Resolução é aplicável a todas instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, exceto às cooperativas de crédito, sociedades de crédito ao microempreendedor e outras de pequeno porte.

O CMN define que as remunerações aos administradores devem ser compatíveis com a política de gestão de riscos de cada instituição financeira, contudo, não devem servir para incentivos a comportamentos que tragam exposição excessiva, ou melhor, assunção de riscos superiores àqueles considerados prudentes para as estratégias de curto, médio e longo prazos adotados por cada instituição.

O CMN define que a forma de pagamento pode ser em espécie, ações, instrumentos baseados em ações e outros ativos, como contraparte pelos serviços prestados à instituição financeira. Entretanto, há necessidade de segregação em remuneração fixa: salários, honorários e comissões; e remuneração variável: bônus e participação nos lucros.

Em face da nova regulação do pagamento da remuneração dos administradores, a divulgação das informações passou de nota explicativa única para nota de transações com partes relacionadas, uma vez que tem pagamentos atrelados a ações e outros ativos.

Outra menção interessante é sobre a remuneração dos administradores das áreas de controles internos e de gestão de riscos, em que se salienta a necessidade da composição de profissionais qualificados e experientes, independentemente do desempenho das áreas de negócios.

Os montantes destinados a título de remuneração a ser paga ao Conselho de Administração das instituições financeiras são definidos no Comitê de Remuneração e aprovados em Assembleia Geral Ordinária a cada ano.

A tabela 17, a seguir, indica a remuneração em curto e longo prazos de cada instituição financeira. O Banco do Brasil é uma das instituições de menor distribuição de valores para o Conselho de Administração, enquanto o Itaú-Unibanco tem o maior desembolso em curto prazo.

O Itaú-Unibanco não adota a remuneração em longo prazo, mas adota o programa de previdência complementar. O Santander, a partir de 2016, adotou a prática de pagamento em ações em curto e longo prazos, assim como a remuneração em numerário em curto e longo prazos.

Tabela 17 - Remuneração do Conselho de Administração das Instituições Financeiras - valores expressos em milhares de reais

Instituição Financeira	Ano	Fixa \$ CP	Variável \$ CP	Variável \$ LP	Ações CP	Ações/Previ LP
BBAS3	2014	35.569	17.031	-	-	3.802
	2015	36.412	20.114	-	-	6.063
	2016	38.049	12.422	-	-	8.440
	2017	33.098	15.714	-	-	9.008
	2018	38.413	23.074	-	-	15.258
BBD3	2014	319.743	-	-	-	-
	2015	309.864	-	-	-	-
	2016	441.592	-	-	-	-
	2017	456.262	-	-	-	-
	2018	485.949	-	-	-	-
ITUB3	2014	343.703	260.592	-	-	240.346
	2015	458.368	239.331	-	-	209.496
	2016	359.848	250.531	-	-	274.591
	2017	425.657	243.584	-	-	229.116
	2018	480.821	257.918	-	-	220.757
SANB3	2014	53.170	101.961	-	-	23.697
	2015	69.779	123.333	-	-	11.777
	2016	90.169	52.059	25.581	31.802	75.069
	2017	83.633	54.637	62.536	34.567	68.910
	2018	90.580	103.020	127.188	136.620	30.060

Fonte: Elaborado pela autora com base nos sites das instituições financeiras. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>; <https://www.santander.com.br/ri/administracao/>; <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/>; <https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133 Estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx>. Recuperado em 07/01/2020.

Variáveis: Fixa \$ CP: remuneração fixa em curto prazo; Variável \$ CP: remuneração variável em numerário curto prazo; Variável \$ LP: remuneração variável em numerário em longo prazo; Ações CP: remuneração em ações em curto prazo; Ações/Previ LP: remuneração em ações em longo prazo.

Retorno sobre os Ativos (ROA) e Alavancagem (*Leverage*)

Os índices: ROA e *Leverage* são indicadores utilizados pelas próprias instituições financeiras para medir o desempenho das atividades e das ações tomadas pelo Conselho

de Administração e seus respectivos Comitês e, também, são itens de avaliação para fins de cômputo da remuneração de cada integrante. A tabela 18, a seguir, demonstra a média dos retornos sobre os ativos (ROA) e o endividamento médio dos principais bancos.

Tabela 18 - Estatística Descritiva dos Indicadores ROA e *Leverage*

	ROA	<i>Leverage</i>
Mean	0,012590	11,45616
Median	0,013437	10,98491
Maximum	0,026297	19,35719
Minimum	0,003663	4,216927
Std. Dev.	0,004342	3,430025
Observations	176	176

Fonte: Elaborado pela autora. Variáveis: ROA: $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$; *Leverage*: $\frac{\text{Passivo CP+LP}}{\text{Patrimônio Líquido}}$.
 Período: 2008Q1-2018Q4. Dados secundários disponíveis em:
<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/conselho-de-administracao/>;
<https://www.santander.com.br/ri/administracao/>;
<https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/>;
https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

O gráfico 6, a seguir, demonstra a evolução do endividamento das instituições financeiras, em que, em tempos de expansão, os bancos privados tiveram um índice, em média, de 15 vezes o valor do patrimônio líquido. O banco público, Banco do Brasil, chegou em quase 18 vezes, cerca de 3 pontos acima dos bancos privados, indicando que de alguma forma foi instrumento de crédito para o mercado, uma vez que o Tesouro Nacional é seu maior acionista e garantidor das políticas de acesso ao crédito fomentadas pelo governo federal.

Os dados do gráfico 6, a seguir, mostram que todos os bancos estavam alavancados dada a expansão do crédito ocorrida no período de 2010 a 2013. Oportunamente, percebe-se a redução para anos posteriores, acompanhando a tendência de queda do nível de atividade econômica do país (PIB).

Dadas as peculiaridades do setor bancário, o *Leverage* (alavancagem) foi calculado com base na totalidade de seus passivos: circulante e exigível em longo prazo. O eixo vertical indica o número de vezes requerido sobre o patrimônio líquido dos bancos.

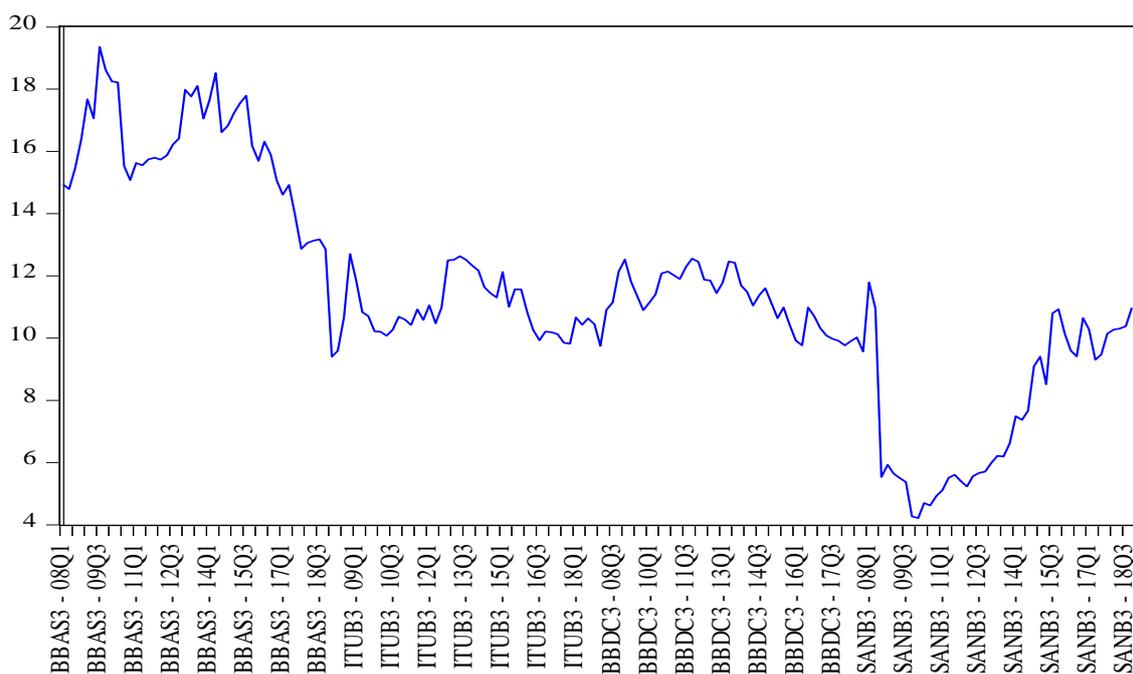
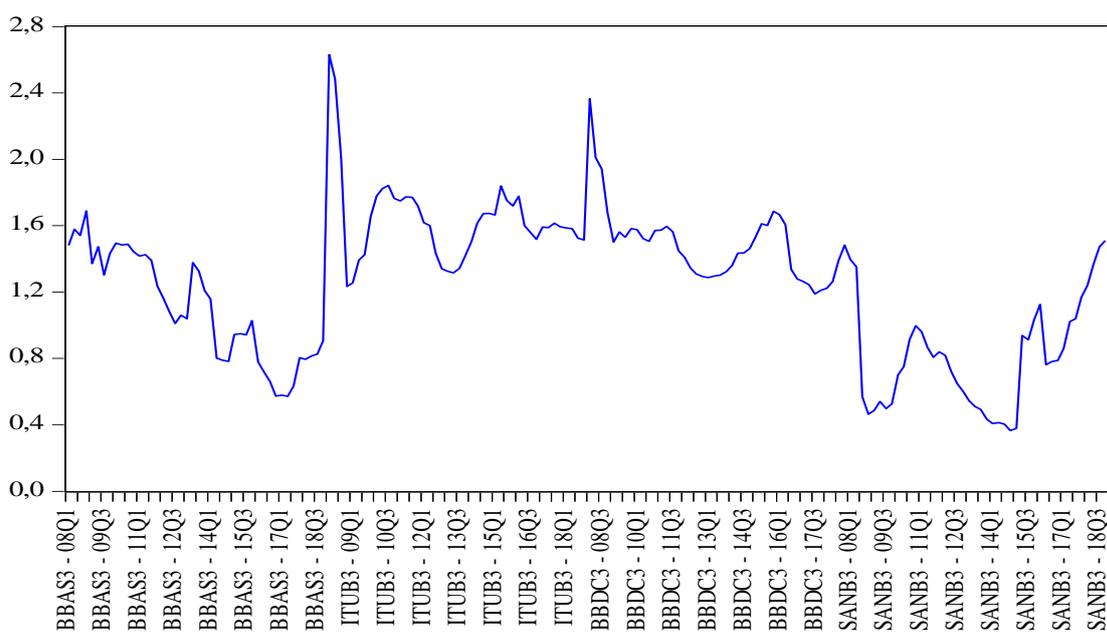
Gráfico 6 - Evolução do *Leverage* das Instituições Financeiras - 2008Q1-2018Q4

Gráfico 7 - Evolução do ROA das Instituições Financeiras - 2008Q1-2018Q4

Fonte: Elaborado pela autora. Dados secundários disponíveis em: <https://www.santander.com.br/ri/administracao;> <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores;> https://www.bradesco.com.br/siteBradescoRI/Paginas/governancacorporativa/133_estrutura-praticas-governanca-corporativa.aspx. Recuperado em 07/01/2020.

As estruturas de governança corporativa das instituições financeiras são compostas para o atendimento dos requerimentos de listagem a que pertencem. Comparativamente a outros segmentos de listagem, tais como o Bovespa Tradicional, em que há uma grande parcela de instituições financeiras de porte diferente da amostra em análise, percebe-se que no decorrer dos últimos 13 anos houve mudanças significativas na composição dessa estrutura, entretanto, mantém-se a preponderância de poder das ações ordinárias (ON), concentradas em *holdings*, e significativa participação dos fundadores em diversas funções do Conselho de Administração.

Esta é uma crítica constante em grande parte dos estudos de governança corporativa no Brasil; contudo, é verdadeiro que o mercado e os pesquisadores não conhecem estruturas de propriedade extremamente diversificadas para fins de comparação. Com isso, remanesce o entendimento que os fundadores das instituições privadas têm relevância na

condução dos negócios, assim como o governo federal faz uso do banco público para colocação em prática de sua estratégia macroeconômica.

4.7 REM_{vec} (DAC_{vec}) + GOVERNANÇA CORPORATIVA

Nesta seção, estão apresentados os principais resultados obtidos dos testes combinados entre o REM - gerenciamento real das atividades e o DAC - gerenciamento por provisão e as respectivas variáveis de governança corporativa. É importante lembrar que as instituições financeiras têm em seu arcabouço de propriedades estimar os riscos das operações, os quais se baseiam em dados históricos e julgamento de seus administradores. Portanto, é possível que haja tanto o excesso pelo conservadorismo quanto a subestimação dos julgamentos para a estimação de suas reservas. Essa flexibilização permite que os administradores utilizem práticas de gerenciamento de resultados tanto por provisão quanto por atividades operacionais. A alternância de sua utilização das práticas também dependerá do custo envolvido e/ou contingenciamento. Dada essa flexibilização, é provável que utilize de forma constante os mecanismos de gerenciamento de resultados.

Na seção 4.6, os resultados demonstram que as estruturas de governança corporativa das instituições financeiras são constantes e não sofrem alterações significativas em termos de tamanho, independência e estrutura de propriedade. Muito embora sejam adequadas para os propósitos dos segmentos de listagem em que se encontram, não contribuem para mudanças na estrutura de propriedade tão quanto não reduzem a influência da família dos fundadores, ainda que haja a crescente inclusão de uma administração profissional e de conselheiros experientes em cada função requerida. Lembrando que a influência da família dos fundadores não é, necessariamente, um fator negativo, mas de característica do segmento desse segmento de negócio no Brasil.

Em face das características dessas instituições associadas à preponderância da estrutura de poder, foram mantidas como variáveis de governança corporativa relevantes as ações ordinárias (ON) em sua configuração de *insiders* e *outsiders*, a remuneração do Conselho de Administração e as variáveis de controle: ROA e *Leverage*. As demais variáveis não trazem preponderância para a estimação do modelo, dada a indicação de sobreposição para a aplicação dos modelos REM_{vec} (DAC_{vec}).

A aplicação de qualquer um dos modelos, VAR ou VEC, requer a determinação da existência de cointegração dos dados longitudinais e do número de defasagens para a inserção no modelo. A aplicação dos testes de Kao (1999) e Kao e Chiang (2000) indica a cointegração dos dados longitudinais. E a aplicação do *benchmarking* estabelecido para a presente pesquisa do critério *Akaike* (*AIC*) define o número de defasagens necessárias para cada modelo, conforme demonstrado na tabela 19, a seguir.

Tabela 19 - Número de Defasagens para o Modelo de Correção de Erros - 2016Q1-2018Q4

	REMvec + variáveis de governança	DAC + variáveis de governança
<i>AIC</i>	-25,41176*	-20,68191*
Defasagens(*)	3	6

Fonte: Elaborado pela autora. *VAR Lag Order Selection Criteria*. Variáveis endógenas: DISCR_REM, LEVERAGE, ROA, REM_LUCROOP. Variáveis *Dummy* e de Tendência: C INSIDER_ON_TOTAL_GERAL OUTSIDER_ON TOTAL_GERAL. Período: 2016Q1 a 2018Q4. Dados em *cross section*: ITUB, SANB, BBDC e BBAS. Número de observações: 36.

* indica o número de defasagens sugeridas pelo critério *AIC*: *Akaike information criterion* em nível de 5%.

O modelo de regressão corrigido pelos vetores (VEC) de acordo com o número de defasagens e da cointegração de suas variáveis sugere que regressão proposta nos modelos: (I) equação (8); e (II) equação (9), da seção 3.2, seja reconfigurada para a seguinte:

Modelo I ajustado por coeficientes

$$\begin{aligned}
D(\text{DISCR_REM}) = & C(1)*(\text{DISCR_REM}(-1) - 15.7014684984*\text{ROA}(-1) + \\
& 3.28510983291*\text{REM_LUCROOP}(-1) - 0.00423998941967) + C(2)*(\text{LEVERAGE}(-1) \\
& - 316.261953697*\text{ROA}(-1) + 1058.41189164*\text{REM_LUCROOP}(-1) - 11.3521375214) \\
& + C(3)*D(\text{DISCR_REM}(-1)) + C(4)*D(\text{DISCR_REM}(-2)) + C(5)*D(\text{DISCR_REM}(- \\
& 3)) + C(6)*D(\text{LEVERAGE}(-1)) + C(7)*D(\text{LEVERAGE}(-2)) + C(8)*D(\text{LEVERAGE}(- \\
& 3)) + C(9)*D(\text{ROA}(-1)) + C(10)*D(\text{ROA}(-2)) + C(11)*D(\text{ROA}(-3)) + \\
& C(12)*D(\text{REM_LUCROOP}(-1)) + C(13)*D(\text{REM_LUCROOP}(-2)) + \\
& C(14)*D(\text{REM_LUCROOP}(-3)) + C(15) + C(16)*\text{INSIDERS_ON} + \\
& C(17)*\text{OUTSIDERS_ON}
\end{aligned}$$

Modelo II ajustado por coeficientes

$$\begin{aligned}
D(\text{DCA}) = & C(1)*(\text{DCA}(-1) - 4.86835688338*\text{ROA}(-1) + \\
& 2.42570021227*\text{REM_LUCROOP}(-1) + 0.0060204333899) + C(2)*(\text{LEVERAGE}(-1) \\
& + 755.036853286*\text{ROA}(-1) - 416.253576454*\text{REM_LUCROOP}(-1) - 19.9147712149) \\
& + C(3)*D(\text{DCA}(-1)) + C(4)*D(\text{DCA}(-2)) + C(5)*D(\text{DCA}(-3)) + C(6)*D(\text{DCA}(-4)) + \\
& C(7)*D(\text{DCA}(-5)) + C(8)*D(\text{DCA}(-6)) + C(9)*D(\text{LEVERAGE}(-1)) + \\
& C(10)*D(\text{LEVERAGE}(-2)) + C(11)*D(\text{LEVERAGE}(-3)) + C(12)*D(\text{LEVERAGE}(-4)) \\
& + C(13)*D(\text{LEVERAGE}(-5)) + C(14)*D(\text{LEVERAGE}(-6)) + C(15)*D(\text{ROA}(-1)) + \\
& C(16)*D(\text{ROA}(-2)) + C(17)*D(\text{ROA}(-3)) + C(18)*D(\text{ROA}(-4)) + C(19)*D(\text{ROA}(-5)) + \\
& C(20)*D(\text{ROA}(-6)) + C(21)*D(\text{REM_LUCROOP}(-1)) + C(22)*D(\text{REM_LUCROOP}(- \\
& 2)) + C(23)*D(\text{REM_LUCROOP}(-3)) + C(24)*D(\text{REM_LUCROOP}(-4)) + \\
& C(25)*D(\text{REM_LUCROOP}(-5)) + C(26)*D(\text{REM_LUCROOP}(-6)) + C(27) + \\
& C(28)*\text{INSIDERS_ON} + C(29)*\text{OUTSIDERS_ON}
\end{aligned}$$

A releitura dos modelos possibilita a posterior estimação dos modelos I e II pelo método OLS - *Ordinary Least Squares* e traz um R² ajustado de 0,7090723 e 0,854645, respectivamente, pois a correção por vetor permite que os dados se tornem estacionários em mesma ordem, evitando conclusões equivocadas sobre o gerenciamento dos resultados e a influência dos mecanismos internos de governança corporativa.

De forma geral, o que se observa nos modelos I e II ajustados pelos vetores de correção é que para as atividades das instituições financeiras, em período recessivo, são requeridas defasagens superiores ao modelo original proposto por Roychowdhury (2006), Dechow, Kothari e Watts (1998), Cohen *et al.* (2008), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Jones (1991) e Teoh *et al.* (1998a), para que haja o indicativo adequado das atividades de gerenciamento.

Em especial às variáveis do mecanismo interno da governança corporativa, observa-se que estas têm características de simultaneidade, as quais podem ser pelo segmento de negócio, pela estrutura-padrão do Conselho de Administração e pela estrutura de propriedade concentrada em ações ordinárias (ON), com forte participação de *insiders*. Em especial, as variáveis *insider ON* e *outsider ON* são exógenas ao modelo, demonstrando a simultaneidade e reciprocidade de sua relação com a determinação das práticas de gerenciamento de resultados. Para o modelo VEC são as variáveis do tipo *dummy* e de tendência.

Os resultados da aplicação dos modelos de gerenciamento de resultados, concomitantemente com os mecanismos internos de governança corporativa, corroboram com os resultados dos estudos de García-Meca e González (2009), em que os modelos de gerenciamento de resultados requerem ajustes para melhor robustez, e a inclusão das variáveis do mecanismo interno podem causar viés de simultaneidade. Dados esses

fatores, é sugerida a aplicação de outros testes econométricos, tais como VAR, VEC, GMM - *Generalized Method of Moments*, equações simultâneas, etc. As recomendações são exemplificativas, e cabe a cada pesquisa a adoção do seu melhor modelo.

Para pesquisas futuras, sugere-se a avaliação dos dados e dos períodos macroeconômicos e o ajuste do modelo de gerenciamento e suas variáveis para que não haja produção de resultados espúrios ou de interpretação equivocada.

5 CONCLUSÃO

Os propósitos da presente pesquisa foram a eventual identificação da utilização das práticas de gerenciamento real das atividades e por provisão e se a estrutura dos mecanismos internos de governança corporativa minimiza as práticas de discricionariedades ou se tem vieses de simultaneidade.

Os modelos teóricos base para a aplicação das práticas de gerenciamento de resultados estão presentes nos estudos de Roychowdhury (2006), Dechow, Kothari e Watts (1998), Cohen *et al.* (2008), Teoh *et al.* (1998a) e Xie *et al.* (2003). Esses modelos, considerados universais, foram adaptados para o segmento de instituições financeiras em face das especificidades do setor, combinados à alta regulação pelo Banco Central do Brasil, pela CVM e por outros órgãos de controle que possam fazer parte.

Durante a pesquisa, percebeu-se que estudos sobre gerenciamento de resultados e governança corporativa são recorrentes quando há mudanças significativas nos cenários econômicos e de regulação, de emissão de ações e de definição de regras de remuneração, por exemplo. Nos últimos anos, temas sobre corrupção, fraude e desvio de conduta de administradores têm ocupado um espaço relevante nos meios de comunicação.

Sabe-se que a baixa regulação, sem adequada regulação dos direitos dos investidores, reflete os índices de governança do País e as recomendações de investimento pelas principais agências de *rating*. A governança corporativa é uma somatória de todas essas características, em que algumas, por meio da existência de mecanismos de governança corporativa, podem ter uma melhor percepção do investidor.

No Brasil, país em que os indicadores de governança dados pelo projeto do Banco Mundial não são um dos melhores em qualquer uma das dimensões: voz e

responsabilidade, estabilidade política e ausência de violência, eficácia do governo, qualidade regulatória, estado de direito e controle de corrupção, remanesce para as empresas a necessidade de melhorar a percepção dos clientes e investidores.

Para o Banco Mundial, a governança consiste nas tradições e instituições pelas quais a autoridade de um país é exercida. Isso inclui o processo pelo qual os governos são selecionados, monitorados e substituídos; a capacidade do governo de formular e implementar efetivamente políticas sólidas; e o respeito dos cidadãos e do Estado pelas instituições que governam as interações econômicas e sociais entre eles.

Parafraseando a definição mencionada, não difere em nada da governança corporativa das companhias listadas na bolsa. Os investidores preferem conhecer ou ter recomendações sobre os ativos que investem e esperam ter seus direitos reconhecidos e ter representação. O Conselho de Administração e seus Comitês representam o monitoramento e a capacidade de formular estratégias de longo prazo para a manutenção e sobrevalia dos ativos.

Nos últimos anos, observa-se uma crescente melhora na disponibilidade das informações nos próprios *sites* das empresas de forma geral. Para os bancos, nota-se uma crescente preocupação com a imagem, e a divulgação atinge outros meios de comunicação além das tradicionais publicações em jornais de grande circulação, como, por exemplo, *podcasts*. Sem dúvida, é uma melhora institucional significativa.

As estruturas de governança para as instituições financeiras da amostra - Banco do Brasil, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander - encontram-se no mais alto nível de divulgação do segmento de listagem do Novo Mercado e do tradicional. O próprio Santander, mesmo não pertencendo ao Novo Mercado, faz as mesmas publicações das demais instituições financeiras.

Suas estruturas de governança corporativa atendem aos requisitos de independência e de não existência de dupla função do diretor executivo e do CEO, bem como da existência de Comitês com profissionais experientes. Mas, elas ainda não têm a estrutura de propriedade diversificada e são comandados por grandes *holdings* pertencentes às famílias fundadoras ou empresas adquirentes, como no caso do Santander.

O tamanho do Conselho de Administração e de seus Comitês é superior ao mínimo estabelecido pelas regras de listagem da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Entretanto, percebe-se que os Comitês são presididos por seus fundadores, funcionários de carreira dos bancos e outros profissionais qualificados, com experiência no segmento de indústria e a presença feminina em algumas posições.

Durante a análise dos dados, verificou-se a existência de funções cruzadas no Conselho de Administração e nos respectivos Comitês, o que corrobora o entendimento de que essas funções servem para permear e verificar se as definições dadas pelo Conselho de Administração são observadas nas diversas funções do Comitê. Os resultados para essas funções podem ser dicotômicos, ou seja, tanto há a possibilidade de minimizar decisões indevidas e da adoção de comportamento discricionário quanto incentivá-las.

Em especial, o Banco do Brasil é a instituição que possui um grande contingente de conselheiros e participantes do Comitê que são indicações políticas do Ministério da Economia. Por outro lado, o Bradesco e o Itaú-Unibanco apresentam a participação das famílias fundadoras das instituições financeiras até em Comitê de Gestão de Riscos.

De certa forma, embora atendam aos requerimentos de listagem da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, é possível que haja influência significativa nas estratégias e demais decisões acerca das atividades do banco. As substituições dos conselheiros são sempre em relação aos cargos independentes, mantendo-se a composição com os seus fundadores.

A composição das estruturas é estável no decorrer dos períodos em análise. Não há grandes mudanças em seu tamanho e na sua composição, exceto se ocorrerem novas características regulatórias, assim como ocorreu com a dupla função do CEO, cujas regras atuais não permitem que aconteça, não consentindo inferir sobre conflito entre principal-agente, dada a dupla função do presidente.

A remuneração do Conselho de Administração é composta por parcelas em curto e longo prazos e parte dela pode ser paga com ações em tesouraria dos bancos. A previsão da forma de remuneração é dada pela Resolução CMN nº 3.921/2010. O Santander e o Itaú-Unibanco estão nos extremos da regulação: um tem a maior utilização dessa prerrogativa, enquanto o outro não tem, somente previdência privada em longo prazo.

Os valores de remuneração são definidos anualmente e representam cerca de 0,5% do lucro operacional apurado no trimestre para os bancos privados: Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander. É praticamente a remuneração dada por uma aplicação em poupança, que é considerada extremamente conservadora. O Banco do Brasil apresenta a menor remuneração do seu Conselho de Administração em comparação com os bancos privados. Uma potencial explicação é dada pelas indicações políticas de funcionários públicos para a composição de seu Conselho.

A estrutura de propriedade dos bancos apresenta aspectos de concentração de propriedade. Esse grau de concentração determina a estruturação do poder entre os acionistas. Os *insiders* são a maioria. Em grande parte, são *holdings* detentoras de grandes ações - ON e PN - dos bancos e representam as famílias fundadoras ou adquirentes de ativos, como no caso do Santander. O Banco do Brasil é pertencente ao Tesouro Nacional, conseqüentemente, com grande influência política.

De fato, o mecanismo interno de governança corporativa dos bancos está melhor estruturado, com melhoria no processo de divulgação das demonstrações financeiras, mas, mesmo assim, ainda foi possível observar indícios de práticas de gerenciamento de resultados quer seja por provisão quer seja pelas atividades operacionais. As variáveis de controle indicaram elevada alavancagem para o Banco do Brasil e, para os bancos privados, uma certa constância de exposição, com variações de (+/-) 1 ponto percentual e com ROA constante.

As discricionariedades são consideradas como o limítrofe da flexibilização das regras contábeis, do julgamento e da postergação de atividades para manutenção dos resultados anuais. Diz-se limítrofe porque não é considerado fraude, tampouco um ato irregular, mas está sob a égide da tratativa dos julgamentos dos conselheiros e administradores. Para estes, não se pode inferir, com os dados disponíveis, características de não integridade. Para isso, as instituições financeiras têm seu código de conduta e a punição dos administradores pela própria CVM por tais atos contra investidores. É a busca pela manutenção dos indicadores do segmento de negócio.

Sabe-se da preponderância das instituições financeiras na economia brasileira, pois grande parte dos financiamentos direcionados ao consumo é decorrente das operações com bancos. São os primeiros a receber os choques econômicos oriundos de tempos de bonança, e, também, das crises.

A utilização das discricionariedades não difere entre os períodos 2007Q4-2014Q1 e 2014Q2-2018Q4 quando são aplicados os modelos de análise de gerenciamento de resultados por provisão. O mesmo ocorreu com os modelos de gerenciamento de atividades reais no período 2016Q1-2018Q4.

As séries utilizadas para a análise do gerenciamento de resultados têm característica não estacionária e exibem *trends*, ciclos, padrões sazonais e outros comportamentos não estacionários. Para essas séries é necessária a utilização de métodos estatísticos para “estacionarizar” uma série e tornar possível a aplicação dos modelos de gerenciamento de resultados e da busca da relação com os mecanismos internos de governança corporativa.

Os mecanismos de governança corporativa apresentaram viés de simultaneidade; com isso foram tratados como variável *dummy*, de tendência ou de variáveis instrumentais. Em qualquer uma das opções, são tratados como exógenos ao modelo de correção de vetores restritos e não restritos, VAR/VEC.

O modelo VAR/VEC aplicado para REM + governança corporativa demonstra que há necessidade de pelo menos três defasagens das variáveis ROA, LEV e REMUN para melhor significância do modelo. Em outras palavras, os efeitos de discricionariedades são decorrentes das inferências nas atividades operacionais que antecedem pelo menos três períodos. Para o DAC + governança corporativa são seis períodos.

Os resultados demonstram que as instituições financeiras são suscetíveis às práticas de gerenciamento de resultados quer seja por meio de provisão quer seja por atividades operacionais. Por sua vez, os mecanismos de governança interna têm vieses de simultaneidade; então, quando inclusos como variáveis independentes produzem regressões espúrias. Por outro lado, essa estrutura de governança mantém as operações dos bancos, e a percepção de seus clientes e investidores é de adequação e conformidade.

De fato, as instituições financeiras constantes na amostra cumprem com as regras de conformidade de listagem da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, em termos de estrutura de governança corporativa e das divulgações das informações financeiras, mas estas não são

impeditivas para a utilização de práticas discricionárias, as quais não são consideradas como atos ilícitos, fraudes, etc. Contudo, a exacerbação das práticas pode levar a histórias semelhantes à Enron, Lehman Brothers, etc. Diferentemente de outras pesquisas, foi possível a identificação de um modelo econométrico alternativo de significância.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abuaf, N.; Jorion, P. (1990). Purchasing power parity in the long run. *Journal of Finance*, v.45, p. 157-174. Disponível em <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05085.x>. Recuperado em 11/11/2019.

Adams, R. B.; Hermalin, B.; Weisbach, M. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40651578>. Recuperado em 06/05/2019.

Adams, R. B.; Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies, *Journal of Financial Intermediation*, v. 21, n. 2, pp 243-267, ISSN 1042-9573. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2011.09.002>. (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042957311000398>). Recuperado em 06/05/2019.

Adams, R. B.; Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, v.62, pp. 217-250. Disponível em: doi: 10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x. Recuperado em 06/05/2019.

Adams, R. B.; Ferreira, D. (2008). Regulatory Pressure and Bank Directors' Incentives to Attend Board Meetings. Working Paper, European Corporate Governance Institute.

Adams, R. B.; Ferreira, D. (2012). Regulatory Pressure and Bank Directors' Incentives. *International Review of Finance*, v.12, pp. 227-248. Disponível em: doi: 10.1111/j.1468-2443.2012.01149.x. Recuperado em 06/05/2019.

Adams, R. B.; Almeida, H.; Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance, *The Review of Financial Studies*, Volume 18, Issue 4, Pages 1403–1432, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>

Agarwal, S.; Chomsisengphet, S.; Chunlin Liu, C.; Ghon Rhee, S. (2007). Earnings management behaviors under different economic environments: Evidence from Japanese banks. *International Review of Economics e Finance*, v. 16, n. 3, pp. 429-443, ISSN 1059-0560.

Agrawal, A.; Chadha, S. (2005). Corporate Governance and Accounting Scandals. *The Journal of Law and Economics* 48, no. 2, pp. 371-406. <https://doi.org/10.1086/430808>.

Agrawal, A.; Knoeber, C. R. (2001). Do Some Outside Directors Play a Political Role? *Journal of Law and Economics*, 44 (1), p. 179-98.

Aguilera, R. V.; Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465.

Ahmad-Zaluki, N. A.; Campbell, K.; Goodacre, A. (2011). Earnings management in Malaysian IPOs: The East Asian crisis, ownership control, and post-IPO performance. *The International Journal of Accounting*, 46, 111-137.

Althaus, C. (1997). The application of agency theory to public sector management, in Davis, G., Sullivan, B. and Yeatman, A. (Eds), *The New Contractualism?* Macmillan Education Australia Pty Ltd, Australia, pp. 137-153.

Armstrong, C. S., Blouin, J. L., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. (2015). Corporate Governance, Incentives, and Tax Avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 1-17. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.02.003>

- Anderson, R. C.; Mansi, S. A.; Reeb, D. M. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, v.37, pp.315-347.
- Anderson, R. C.; Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301-28.
- Arthurs, J. D.; Hoskisson, R. E.; Busenitz, L. W.; Johnson, R. A. (2008). Managerial agents watching other agents: multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms. *Academy of Management Journal*, 51, 277-94.
- Ayers, B. C.; Jiang, J.; Yeung, P. E. (2006). Discretionary accruals and earnings management: An analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, 81, 617-652.
- Bai, J.; Perron, P. (1998). Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes, *Econometrica*, 66, 47-78.
- Bai, J.; Perron, P. (2003). Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models, *Journal of Applied Econometrics*, 6, 72-78.
- Bainbridge, S. M. (2003). Response to increasing shareholder power. *Northwestern University Law Review*, 97, 547-606.
- Baker, M.; Gompers, P. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *Journal of Law and Economics* 46, 569-598.
- Banco Central do Brasil - Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Recuperado em: 22/09/2019.
- Banco Central do Brasil (2017). Resolução nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50335/Res_4553_v1_O.pdf. Recuperado em 15/04/2019.
- Banfield, E. C. (1975). Corruption as a feature of governmental organization. *J. Law Econ.*, 18:587-605.
- Barbosa Filho, F. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60. Disponível em <https://dx.doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>. Restaurado em 19/09/2019.
- Barzel, Y. (1990). *Economic Analysis of Property Rights*. New York Cambridge University Press.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester: John Wiley & Sons, p. 4-9, 3a. ed.
- Beasley, M. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, *Accounting Review*, v.71, pp.443-465.
- Beatty, A.; Chamberlain, S.; Magliolo, J. (1995). Managing Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Taxes, Regulatory Capital, and Earnings. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 231-261. doi:10.2307/2491487

Beatty, A.; Liao, S. (2009). Regulatory Capital Ratios, Loan Loss Provisioning and Pro-Cyclicality. *Journal of Accounting and Economics*, v..52. 10.2139/ssrn.1463374.

Beatty, A.; Weber, J. (2003). The Effects of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes. *The Accounting Review*, 78(1), 119-142.

Beaver, W.; Ryan, S. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10, 269–309. Disponível em: [https://doi-org.ez95.periodicos.capes.gov.br/10.1007/s11142-005-1532-6](https://doi.org.ez95.periodicos.capes.gov.br/10.1007/s11142-005-1532-6). Recuperado em 09/08/2019.

Bebchuk, L. A. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control. Cambridge: Harvard Law School, 47p. (Discussion Paper, n. 260).

Bebchuk, L. A.; Cremers, M.; Peyer, U. C. (2007). Pay Distribution in the Top Executive Team. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 574. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=964303> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.964303>. Recuperado em 06/05/2019.

Bebchuk, L. A.; Jackson, R. Jr. (2005). Executive Pensions, *Journal of Corporation Law*, v.30, pp. 823-855.

Bebchuk, L. A.; Weisbach, M. S. (2010). The State of Corporate Governance Research (November 17, 2009). Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-20; *Review of Financial Studies*, Vol. 23. No. 3, pp. 939-961; Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-20; Charles A. Dice WP 2009-21; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 652. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1508146> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1508146>. Recuperado em 22/04/2019.

Bebchuk, L. A.; Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, v. 17(3), pp. 71-92.

Bebchuk, L. A.; Fried, J. M. (2004). Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, 2004. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=537783>.

Becher, D. A.; Frye, M. B. (2011). Does regulation substitute or complement governance? *Journal of Banking and Finance*, v.35, n.3, pp.736-751.

Beltratti, A.; Stulz, R. M. (2012). The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better? *Journal of Financial Economics*, v. 105, n. 1, pp.1-17, ISSN 0304-405X. Disponível em <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.005>; <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11002790>. Recuperado em 06/05/2019.

Berger, A. N.; Kick, T.; Schaeck, K. (2014). Executive board composition and bank risk taking, *Journal of Corporate Finance*, v. 28, pp.48-65, ISSN 0929-1199, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.006>. Disponível em <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119913001132>. Recuperado em 06/05/2019.

Berglöf, E.; Von Thadden, E. L. (1999). The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries, in ANNUAL WORLD BANK CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS 135.

Bergstresser, D.; Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management, *Journal of Financial Economics*, 80, issue 3, p. 511-529.

Berhold, M. (1971). Applications of a risk aversion concept. *Decision Sciences*, 2: 129-140. doi:10.1111/j.1540-5915.1971.tb01448.x.

Berle, A. A. Jr; Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Macmillan, New York.

Bhagat, S.; Bolton, B.; Romano, R. (2008). The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review*, v.108, pp. 1803-1882.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and the “bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics and Management Science*, v.10, pp. 259-70.

Bhattacharya, S. (1981). Notes on multiperiod valuation and the pricing of options. *Journal of Finance*, v.36, pp.163-80.

Bitar, J. (2003). *The Impacts of Corporate Governance on Innovation: Strategy in Turbulent Environments*. Chaire de management stratégique internationale Walter-J.-Somers, HEC Montréal (Cahier de recherche; no. 05-01). Disponível em: <http://neumann.hec.ca/chairemsi/cahiers/The%20ImpCorpGovJad.pdf>. Recuperado em 06/05/2019.

Black, B.; Carvalho, A. G.; Khanna, V.; Kim, W.; Yurtoglu, B. (2017). Corporate governance indices and construct validity. *Corporate Governance International Review*, v.25, pp.397-410. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/corg.12215>. Recuperado em 06/05/2019.

Blasi, J.; Kruse, D.; Bernstein, A. (2003). In the company of owners: the truth about stock options and why every employee should have them. *Academy of Management Perspectives*, 20, 126-7.

Bonazzi, L. I.; Sardar, M. N. (2007). Agency Theory and Corporate Governance: A Study of the Effectiveness of Board in their Monitoring of the CEO. *Journal of Modelling in Management*, 2 (1). pp. 7-23. ISSN 1746-5664.

Boone, A. L.; Field, L. C.; Karpoff, J.; Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 85, issue 1, p. 66-101.

Boston, J. (1991). The theoretical underpinning of public sector restructuring in New Zealand, in Boston, J., Martin, J. and Walsh, P. (Eds), *Reshaping the State: New Zealand's Bureaucratic Revolution*, Oxford University Press, pp. 1-26.

Bowen, R.; Rajgopal, S.; Venkatachalam, M. (2004). Accounting discretion, corporate governance and firm performance. Working Paper SSRN, University of Washington.

Boyd, B. (1995). CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model, *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.

Bozec, R. (2005). Boards of directors, market discipline and firm performance. *Journal of Business Finance e Accounting*, v.32, pp. 1921-1960.

Breitung, J. (2001). The local power of some unit root tests for panel data, Baltagi, B., Fomby, T. and Carter Hill, R. (Ed.) *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels Advances in Econometrics*, v.15, 161-177. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0731-9053\(00\)15006-6](https://doi.org/10.1016/S0731-9053(00)15006-6). Recuperado em 19/11/2019.

Brickley J. A.; Coles J. L.; Terry R.L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35, pp. 371-390

- Brickley, J. A.; Lease, R. C.; Smith, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-91.
- Brickley, J.; Coles, J.; Jarrell, G. (1997). Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Bruton, G. D.; Filatotchev, I.; Chahine, S.; Wright, M. (2009). Governance, ownership structure and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and legal institutions in two European nations. *Strategic Management Journal*, 31, 491-509.
- Buchko, A. A. (1993). The effects of employee ownership on employee attitudes: an integrated causal model and path analysis. *Journal of Management Studies*, 30, 633-57.
- Bushee, B. J. (2004). Identifying and attracting the “right” investors: evidence on the behavior of institutional investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16, 28-35.
- Byrd, J.; Hickman, K. (1992). The Case for Independent Outside Directors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5: 78-82. doi:10.1111/j.1745-6622.1992.tb00227.x
- Caprio, G.; Laeven, L.; Levine, R. (2007). Governance and banks valuations. *Journal of Financial Intermediation* v.16, pp. 584-617.
- Carcello J. V.; Neal, T. L. (2000). Audit Committee Composition and Auditor Reporting. *The Accounting Review*, 75(4), 453-467.
- Carter, D. A.; D’Souza, F.; Simkins, B. J.; Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, v.18, pp. 396-414. Disponível em: doi: 10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x. Recuperado em 06/05/2019.
- Castañer, X., Kavadis, N. (2013), Does good governance prevent bad strategy? A study of corporate governance, financial diversification, and value creation by French corporations, 2000–2006. *Strat. Mgmt. J.*, 34: 863-876. doi:10.1002/smj.2040
- Certo, S. T.; Covin, J. G.; Daily, C. M.; Dalton, D. R. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO stage new ventures. *Strategic Management Journal*, 22, 641-59.
- Céspedes, J.; Gonzalez, M.; Molina, C. A. (2010). Ownership and Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, v. 63, n. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1755785>. Recuperado em 22/04/2019.
- Ciancanelli, P.; Reyes, J. (2001). Corporate Governance in Banking: A conceptual framework. Working Paper, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=253714>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.253714>. Recuperado em 22/04/2019.
- Cohen, D.; Dey, A.; Lys, T. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley period. *The Accounting Review*, v.83, n.3, pp.757-787.
- Cohen, D.; Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings [J]. *Journal of Accounting and Economics*, v.50, no. 1, pp. 2-19.
- Cole, T. (1998). Corporate governance in the United States. *International Financial Law Review*, pp. 64-67.
- Coles, J. L.; Naveen, D. D.; Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, Volume 87, Issue 2, 2008, Pages 329-356, ISSN 0304-405X. Disponível em:

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>;
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X07001821>). Recuperado em 22/04/2019.

Connelly, B. L.; Hoskisson, R. E.; Tihanyi, L.; Certo, S. T. (2010). Ownership as a Form of Corporate Governance. *Journal of Management Studies*, 47: 1561-1589. doi:[10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x)

Connelly, B. L.; Tihanyi, L.; Certo, S. T.; Hitt, M. A. (2010). Marching to the beat of different drummers: the influence of institutional owners on competitive actions. *Academy of Management Journal*, 53:4, 723-742.

Cooper, D. R.; Schindler, P.S. (2016). *Métodos de pesquisa em administração*. 12a. edição. McGraw Hill Education. Editora: AMGH.

Cornett, M. M.; Marcus, A. J.; Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87:2, pp. 357-373, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.003>. (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X07001651>).

Cornett, M. M.; McNutt, J. J.; Tehranian, H. (2009). Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holding companies, *Journal of Corporate Finance*, 15:4, pp. 412-430, ISSN 0929-1199, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.04.003>, (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S092911990900039X>).

Chan, K.; Chan, L.; Jegadeesh, N.; Lakonishok, J. (2006). Earnings Quality and Stock Returns. *The Journal of Business*, 79(3), 1041-1082, doi:10.1086/500669. Disponível em: <https://www.jstor.org/ez95.periodicos.capes.gov.br/action/doBasicSearch?Query=Earnings+Quality+and+Stock+Return&acc=onewc=onefc=offegroup=none>. Recuperado em 19/08/2019.

Charitou, A.; Lambertides, N.; Trigeorgis, L. (2007). Earnings Behaviour of Financially Distressed Firms: The Role of Institutional Ownership. *Abacus*, 43: 271-296, doi:10.1111/j.1467-6281.2007.00230.x. Disponível em <https://onlinelibrary-wiley.ez95.periodicos.capes.gov.br/doi/full/10.1111/j.1467-6281.2007.00230.x>. Recuperado em 07/08/2019.

Cheffins, B. R. (2011). *The History of Corporate Governance*. OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE GOVERNANCE, Mike Wright, Donald Siegel, Kevin Keasey and Igor Filatotchev, eds., Oxford University Press, 2013; University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 54/2011; ECGI - Law Working Paper No. 184/2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1975404> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1975404>. Recuperado em 22/04/2019.

Cheng, Q.; Warfield, T.; Ye, M. (2011). Equity Incentives and Earnings Management: Evidence from the Banking Industry. *Journal of Accounting, Auditing e Finance*, v.26, no. 2, pp. 317-349. <https://doi.org/10.1177/0148558X11401219>. Recuperado em 22/04/2019.

Cheng, Q.; Warfield, T. (2005). Equity incentives and earnings management. *Accounting Review*, v.80, no.2, pp.441-476. Research Collection School of Accountancy. Disponível em: https://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/829. Recuperado em 22/04/2019.

Cheung, S. N. S. (1969). Transaction Costs, Risk Aversion, and the Choice of Contractual Arrangements, *Journal of Law and Economics*, 12, issue 1, p. 23-42.

Chow, G. (1960). Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions. *Econometrica*, 28(3), 591-605. doi:10.2307/1910133.

Claessens, S.; Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: a survey. *International Review of Finance*, v.3, no. 2, pp. 71-103.

Daines, R. M.; Gow, I. D.; Larcker, D. F. (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings ? *Journal of Financial Economics*, v.98(3), 2010, pp. 439-461, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.06.005>.

Dalton, D. R.; Daily, C. M.; Ellstrand, A. E.; Johnson, J. L. (1998). Board composition, leadership structure, and financial performance: meta-analytic reviews and research agenda. *Strategic Management Journal*, v.19, pp. 269-90.

Dalton, D.; Daily, C.; Certo, S. T.; Roengpitya, R. (2003). Meta-analysis of financial performance and equity: fusion or confusion? *Academy of Management Journal*, v.46, pp.13-26.

Dalton, D.; Hitt, M. A.; Certo, S. T.; Dalton, C. M (2007). The fundamental agency problem and its mitigation: independence, equity, and the market for corporate control'. *Academy of Management Annual Reviews*, v.1, pp.1-64.

Daniel, S. J.; Cieslewicz, J. K.; Pourjalali, H. (2012). The impact of national economic culture and country-level institutional environment on corporate governance practices. *Management International Review*, 52: 365-394.

Darus, F.; Mad, S.; Yusoff, H. (2014). The Importance of Ownership Monitoring and Firm Resources on Corporate Social Responsibility (CSR) of Financial Institutions, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, v.145, pp. 173-180, ISSN 1877-0428, <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.024>.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042814038828>.

Davidson, W. N.; Jiraporn, P.; Kim, Y. S.; Nemeč, C. (2004). Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory. *Academy of Management Journal*, 47: 267-275.

David, P.; Hitt, M. A.; Gimeno, J. (2001). The influence of activism by institutional investors on ReD. *Academy of Management Journal*, 44, 144-57.

David, P.; O'Brien, J.; Yoshikawa, T.; Delios, A. (2010). Do shareholders or stakeholders appropriate the rents from corporate diversification? The influence of ownership structure. *Academy of Management Journal*, 53:3, 636-654.

De Andres, P.; Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors, *Journal of Banking e Finance*, v.32, n.12, pp. 2570-2580, ISSN 0378-4266. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.05.008>; (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426608001003>). Recuperado em 22/04/2019.

Dechow, P. M.; Sloan, R. G.; Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, v. 70, pp. 193-225.

Dechow, P. M.; Sloan, R. G.; Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms' subject to enforcement actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research* v.13, pp. 1-36.

- Dechow, P. M.; Kothari, S. P.; Watts, R. (1998). The Relation between Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics* v.25, pp.133-168.
- Dechow, P. M.; Skinner, D. J. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, v.14, n.2, pp. 235-250.
- Dechow, P. M.; Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, v. 77, pp 35-59.
- Dechow, P. M.; Schrand, C. M. (2004). *Earnings Quality*. Research Foundation Books, 3ª. Edição. Publicado por: CFA Institute. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/research/foundation/2004/earnings-quality>. Recuperado em 07/04/2019.
- DeFond, M. L.; Jiambalvo, J. (1991). Incidence and Circumstance of Accounting Errors. *The Accounting Review*, 66, 643-655.
- Demsetz, H.; Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *The Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, p. 1155-1177.
- Demsetz, H.; Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-33.
- Denis, D.; McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of financial and Quantitative Analysis*, v.38, no.1, pp.1-36, doi: 10.2307/4126762.
- Devers, C.; Cannella, A. A.; Reilly, G. P.; Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: a multidisciplinary review and synthesis of recent developments. *Journal of Management*, v.33, pp.1016-72.
- Desai, M. A.; Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79, 145-79.
- Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts, *Journal of Accounting Research*, 46(5), pp. 1143-1181.
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- Dichev, I. D.; Skinner, D. J. (2002). Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*, v.40, no.4, pp.1091-1123.
- Dickey, D.; Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root, *Journal of the American Statistical Association* 74(366), 427-431.
- Dickey, D. A.; Fuller, W. A. (1981). Likelihood ratio statistics for auto-regressive time series with a unit root. *Econometrica*, 49(4), 1057-1072.
- Doidge, C.; Karolyi, G. A.; Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, v.86 (1), pp 1-39, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>.
(<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X07001109>)
- Donaldson, L.; Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>.

Duchin, R.; Matsusaka, J. G.; Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective?, *Journal of Financial Economics*, v. 96, n. 2, pp. 195-214, ISSN 0304-405X. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.004>; <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X09002529>). Recuperado em 22/04/2019.

Edmans, A.; Liu, Q. (2011). Inside debt. *Review of Finance*, v.15, no.1, pp.75-102.

Edwards, F. R.; Hubbard, R. G. (2000). The growth of institutional stock ownership: a promise unfulfilled. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, 92-104.

Elango, B.; Fried, V. H.; Hisrich, R. D.; Polonchek, A. (1995). How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10, 157-79.

Ellstrand, A. E.; Tihanyi, L.; Johnson, J. L. (2002). Board structure and international political risk. *Academy of Management Journal*, v.45, pp. 769-777.

Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance: An International Review*, v.15, pp. 1203-1214. Disponível em: doi: 10.1111/j.1467-8683.2007.00641.x. Recuperado em 21/04/2019.

Engle, R.; Granger, C. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, v. 55, p. 251-76.

Engle, R.; Granger, C. (1991). Long-run economic relationships: readings in cointegration. New York: Oxford.

Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550. doi:10.5465/AMR.1989.4308385

Fama, E. F.; Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law e Economics*, v.26, pp.: 301-325.

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm', *Journal of Political Economy*, v. 88, pp. 134-145.

Ferris, S. P.; Jagannathan, M.; Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, v.58, pp. 1087-1111.

Fich, E. M.; Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, v.61, pp. 689-724. Disponível em: doi: 10.1111/j.1540-6261.2006.00852.x. Recuperado em 22/04/2019.

Filatotchev, I.; Allcock, D. (2010). Corporate governance and executive remuneration: A contingency framework. *Academy of Management Perspectives*, 24: 20-33.

Filatotchev, I.; Nakajima, C. (2010). Internal and external corporate governance: An interface between an organization and its environment. *British Journal of Management*, 21: 591-606.

Filatotchev, I.; Toms, S. (2003). Corporate governance, strategy and survival in a declining industry? A study of UK cotton textile companies. *Journal of Management Studies*, v.40, pp. 895-920.

Filatotchev, I.; Toms, S.; Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance lifecycle. *International Journal of Managerial Finance*, v2, pp. 256-279.

Filatotchev, I. (2007). Corporate governance and the firm's dynamics: Contingencies and complementarities. *Journal of Management Studies*, v.44, pp. 1041-1056.

Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35: 505-538.

Finkelstein, S.; D'Aveni, R. (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command, *Academy of Management Journal*, 37, 1079-1108.

Fochezatto, A.; Koshiyama, D.; Alencastro, D. (2010). Testando relações de causalidade entre comércio externo e crescimento econômico em países da América Latina: Evidências de dados em painel e séries temporais. *EconomiA*, 11:597-629.

Garay, U.; Gonzalez, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1154272>.

Gabaix, X.; Landier, A. (2008). Why has CEO Pay Increased So Much? *The Quarterly Journal of Economics*, v.123(1), pp. 49-100, <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.1.49>.

García-Meca, E.; Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. *Corporate Governance: An International Review*, v.17, pp. 594-610. Disponível em: doi: 10.1111/j.1467-8683.2009.00753.x. Recuperado em 22/04/2019.

García-Sánchez, I.; Martínez-Ferrero, J.; García-Meca, E. (2018). Board of Directors and CSR in Banking: The Moderating Role of Bank Regulation and Investor Protection Strength. *Australian Accounting Review*, v.28, pp. 428-445. Disponível em: doi: 10.1111/auar.12199. Recuperado em 22/04/2019.

García-Meca, E.; Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 17: 594-610. doi:10.1111/j.1467-8683.2009.00753.x.

Ge, W. (2010). *Essays on real earnings management (Doctoral Thesis)*. Montreal, Canadá: McGill University.

Gerakos, J. J. (2010). CEO Pensions: Disclosure, Managerial Power, and Optimal Contracting. Pension Research Council Working Paper No. WP2007-5. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=982180> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.982180>. Recuperado em 28/04/2019.

Gil, A. C. (2018). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 6ª edição. São Paulo: Atlas.

Gillan, S. L.; Hartzell, J. C.; Starks, L. T. (2003). Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions. Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2003-03. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=442740> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.442740>. Recuperado em 28/04/2019.

Gove, S.; Junkunc, M.; Bruyaka, O. et al. (2017). Reexamining CEO duality: The surprisingly problematic issues of conceptualization and measurement. *Corporate Governance International Review*, v.25, pp. 411-427. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/corg.12190>. Recuperado em 28/04/2019.

Goyal, V. K.; Park, C. W. (2002). Board Leadership Structure and CEO Turnover. *Journal of Corporate Finance*, v.8, no. 1, pp.49-66.

- Gomez-Mejia, L. R.; Larraza-Kintana, M.; Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46, 226-37.
- Gompers, P. A.; Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 229-59.
- González, J. S., García-Meca, E. (2014). "Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets?," *Journal of Business Ethics*, Springer, v. 121(3), pp. 419-440.
- Gupta, V.; Hanges, P. J.; Dorfman, P. (2002). Cultural clusters: Methodology and findings. *Journal of World Business*, v.37, pp. 11-15.
- Graham, J. R.; Harvey; C. R.; Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, v.40, pp. 3-73.
- Grinstein, Y.; Michaely, R. (2005). Institutional holdings and payout policy. *Journal of Finance*, 60, 1389-426.
- Groening, C. (2019). When do investors value board gender diversity?, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, v.19, no. 1, pp.60-79. Disponível em: <https://doi.org.ez95.periodicos.capes.gov.br/10.1108/CG-01-2018-0012>. Recuperado em 28/04/2019.
- Hagendorff, J.; Collins, M.; Keasey, K. (2010). Board Monitoring, Regulation, and Performance in the Banking Industry: Evidence from the Market for Corporate Control. *Corporate Governance: An International Review*, v.18, pp. 381-395. Disponível em: doi: 10.1111/j.1467-8683.2010.00815.x. Recuperado em 28/04/2019.
- Hall, P. A.; Soskice, D. W. (2001). *Varieties of capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Harris, M.; Raviv, A. (2008). A Theory of Board Control and Size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832. Disponível em: <http://www-jstor-org.ez95.periodicos.capes.gov.br/stable/40056868>. Recuperado em 28/05/2019.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications, *Economic Journal*, v.105, pp. 678-689.
- Healey, P. M.; Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implication for standard setting. *Accounting Horizons*, v.13, pp. 365-383.
- Healy, J. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, v.7, pp. 85-107.
- Hermalin, B. E.; Weisbach, M. S. (1988). The Determinants of Board Composition. *The RAND Journal of Economics*, v. 19, n. 4, pp. 589-606.
- Hermalin, B.; Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, v. 88, pp. 96-118.
- Hermalin, B.; Weisbach, M. S. (2003). Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, v. 9, pp. 7-26.
- Holthausen, R.; Larcker, D.; Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v.19, pp. 29-74.

- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review*, 9, 51-64.
- Hoskisson, R. E.; Hitt, M. A.; Johnson, R. A.; Grossman, W. (2002). 'Conflicting voices: the effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45, 697-716.
- Iquiapaza, R.; Barbosa, F.; Bressan, A. (2005). Testes de Não Estacionariedade em Séries Financeiras com Dados em Painel: Uma Síntese Aplicada.
- Im, K. So; Pesaran, M. H.; Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels, *Journal of Econometrics*, v115, 53-74, ISSN 0304-4076. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(03\)00092-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(03)00092-7). Recuperado em 18/11/2019.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE. Série Histórica do PIB a preços de Mercado. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais>. Recuperado em 22/09/2019.
- Jackling, B.; Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, v.17, pp. 492-509. Disponível em: doi: 10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x. Recuperado em 28/04/2019.
- Jenkins, D. S.; Kane, G. D.; Velury, U. (2009). Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, 1041-1058.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 13, pp. 305-360.
- Jensen, M. C. (1986a). The Take-over Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, v.4, pp. 6-32.
- Jensen, M. C. (1986b). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take-overs, *American Economic Review*, v. 76, pp. 323-39.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, v. 48, pp. 831-880.
- Jensen, M. C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.14, pp. 8-21. Disponível em: doi: 10.1111. Recuperado em 06/05/2019.
- Jiraporn, P.; Kim, Y. S.; Mathur, I. (2008). Does corporate diversification exacerbate or mitigate earnings management? An empirical analysis. *International Review of Financial Analysis*, v.17, n. 5, pp. 1087-1109, ISSN 1057-5219. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.10.001>. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521907000695>. Recuperado em 25/04/2019.
- Johnson, J. L.; Daily, C. M.; Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, v.22, pp. 409-438.
- John, K.; Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, v.22 (4), pp. 371-403, ISSN 0378-4266, [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3); (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426698000053>).

Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, v. 33, no 2, pp. 193-228.

Jones, D. C.; Kato, T. (1995). The productivity effects of employee stock-ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data. *American Economic Review*, 85, 391-414.

Kao, C. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of Econometrics*, v.90, no. 1, pp 1-44, ISSN 0304-4076. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00023-2](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00023-2), <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304407698000232>). Recuperado em 08/12/2019.

Kao, C.; Chiang, M. H. (2000). On the Estimation and Inference of a Cointegrated Regression in Panel Data. In: Baltagi, B., Ed., *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels (Advances in Econometrics)*, JAI Press, Amsterdam, 161-178. Disponível em: [http://dx.doi.org/10.1016/S0731-9053\(00\)15007-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0731-9053(00)15007-8). Recuperado em 08/12/2019.

Kaufmann, D.; Kraay, A. (2007). *Governance Indicators: Where Are We, Where Should We Be Going?* (Policy Research Working Paper, No. 4370). Washington, DC: The World Bank. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/KraayKaufmannGovernanceIndicatorsSurveyNov12.pdf>. Recuperado em 21/05/2019.

Kaufmann, D.; Kraay, A.; Mastruzzi, M. (2011). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), 220-246. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>. Recuperado em 21/05/2019.

Kennedy, V. A.; Limmack, R. J. (1996). Take-over Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control. *Journal of Business Finance e Accounting*, v. 23, pp. 267-285.

Kirkpatrick, G. (2008). *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*. OECD, Paris, France.

Kiser, E. (1999). Comparing Varieties of Agency Theory in Economics, Political Science, and Sociology: An Illustration from State Policy Implementation. *Sociological Theory*, 17(2), 146-170. <https://doi.org/10.1111/0735-2751.00073>.

Koh, P. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *British Accounting Review*, v.35, pp. 105-128.

Koh, P. (2007). Institutional investor type, earnings management, and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, v.26, pp. 267-299.

Kosnik, R. D. (1990). Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions. *Academy of Management Journal*, 33, 129-50.

Kothari, S. P.; Leone, A. J.; Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, n. 1, pp. 163-197.

Klein, A. (2002a). Economic Determinants of Audit Committee Independence. *The Accounting Review*, v.77, pp 435-52.

Klein, A. (2002b). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting e Economics*, v. 33, pp. 375-400.

- Klein, A. (2006). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. NYU Working Paper No. APRIL KLEIN-1. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1280671>. Restaurado em 28/04/2019.
- Krause, R.; Semadeni, M.; Cannella, A. A. (2014). CEO Duality: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, v.40, no. 1, pp. 256-286. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0149206313503013>. Recuperado em 28/04/2019.
- Laeven, L. (2013). Corporate Governance: What's Special About Banks? *Annual Review of Financial Economics*, v.5, pp. 63-92. First published online as a Review in Advance on July 24, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-021113-074421>. Recuperado em 28/04/2019.
- Lambert, R. A. (2001). Contracting theory and accounting, *Journal of Accounting and Economics*, v.32, no. 1-3, pp. 3-87, ISSN 0165-4101. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00037-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00037-4), <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000374>. Recuperado em 28/04/2019.
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, 55: 1-33.
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 57: 1147-70.
- Larcker, D. F.; Richardson, S. A.; Tuna, A. I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=976566>. Recuperado em 21/05/2019.
- Lel, U.; Miller, D. P. (2015). Does Takeover Activity Cause Managerial Discipline? Evidence from International MeA Laws. *The Review of Financial Studies*, 28(6), 1588-1622. Disponível em: <https://doi-org.ez95.periodicos.capes.gov.br/10.1093/rfs/hhv002>. Recuperado em 29/05/2019.
- Lehn, K.; Patro, S.; Zhao, M. (2009). Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, v. 38, n. 4, pp.747-780.
- Leuz, C.; Nanda, D.; Wysocki, P. D. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, v. 69, no. 3, pp. 505-527.
- Linck, J. S.; Netter, J. M.; Yang, T. (2008). The determinants of board structure, *Journal of Financial Economics*, v. 87, no. 2, pp.308-328, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>; <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X0700181X>. Recuperado em 31/03/2019.
- Lipton, M.; Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance, *The Business Lawyer*, v.48, pp. 48-59.
- Licch, A. N. (2004). *The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style*. UC Berkeley: Berkeley Program in Law and Economics. Disponível em: <https://escholarship.org/uc/item/09m2w89n>. Recuperado em 09/01/2018.
- Levin, A.; Lin, C. F.; Chu, C. S. J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties. *Journal of econometrics*, 108, 1-24. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(01\)00098-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(01)00098-7). Recuperado em 18/11/2019.

- Lopez, F.; Saona, P. (2005). Earnings management and internal mechanisms of corporate governance: Empirical evidence from Chilean firms. *Corporate Ownership e Control*, v.3, no.1, pp. 16-29.
- Lorca, C.; Sánchez-Ballesta, J. P.; García-Meca, E. J. (2011). Board Effectiveness and Cost of Debt. *Journal of Business Ethics*, v.100, no. 4, pp 613-631. Disponível em: <https://doi-org.ez95.periodicos.capes.gov.br/10.1007/s10551-010-0699-3>. Recuperado em: 31/03/2019.
- Lorsch, J. W.; Maciver, E. (1989). *Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Lockett, A.; Wright, M. (2001). The syndication of venture capital investments. *Omega*, 29, 375-90.
- Lütkepohl, H. (2007). *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, New York: Springer-Verlag.
- MacAvoy, P. W.; Millstein, I. M. (2004). *The recurrent crisis in corporate governance*. Stanford, CA: Stanford Business Books.
- Mace, M. L. (1971). *Directors: Myth and Reality*. Boston: Harvard Business School Press.
- Macey, J. R.; O'Hara, M. (2003). The corporate governance of banks. *Economic Policy Review*, 9, 91-108. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=795548>. Recuperado em 24/05/2019.
- Marconi, M. A.; Lakatos, E. (2017). *Metodologia do Trabalho Científico*. 8ª Edição. Atualizada e revista por: João Bosco Medeiros. Editora Atlas.
- Martin, K. J.; McConnell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Take-overs, and Management Turnover, *The Journal of Finance*, v. 46, pp. 671-678.
- Maury, B.; Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 29, 1813-34.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163-84.
- Meggison, W. L.; Netter, J. M. (2001). From state to market: a survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39, 321-89.
- Minton, B.; Taillard, J.; Williamson, R. (2014). Financial Expertise of the Board, Risk Taking, and Performance: Evidence from Bank Holding Companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.49, no. 2, pp.351-380. Disponível em: doi:10.1017/S0022109014000283. Recuperado em 31/03/2019.
- Monks, R. A. G.; Minow, N. (2008). *Corporate governance* (4th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley.
- Nelson, T. 2003. The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial.
- Monsen, R. J.; Downs, A. (1965). A Theory of Large Managerial Firms. *Journal of Political Economy* 73(3), pp. 221-236. <https://doi.org/10.1086/259012>.
- Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis'. *Journal of Financial Economics*, v.20, pp. 293-315.

- Murphy, K. J.; Zbojnik, J. (2007). Managerial Capital and the Market for CEOs. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=984376>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.984376>.
- Muth, M.; Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and Board Structure: a contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6: 5-28. doi: 10.1111/1467-8683.00076.
- McGuire, J.; Matta, E. (2003). CEO stock options: the silent dimension of ownership. *Academy of Management Journal*, 46, 255-65.
- Nicholson, G. J.; Kiel, G. C. (2007). Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, v.15, pp. 585-608. Disponível em: doi: 10.1111/j.1467-8683.2007.00590.x. Recuperado em 22/04/2019.
- Nguyen, D. D.; Hagendorff, J.; Eshraghi, A. (2015). Which Executive Characteristics Create Value in Banking? Evidence from Appointment Announcements. *Corporate Governance: An International Review*, v.23, pp. 112– 128. Disponível em: doi: 10.1111/corg.12084. Recuperado em 22/04/2019.
- North, D. C.; Thomas, R. P. (1973). *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge University Press, Cambridge.
- North, D. C. (1982). Structure and Change in Economic History *Politics & Society*, 11(4), 511–512. <https://doi.org/10.1177/003232928201100416>. . New York and London: W. W. Norton & Co (1981).
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance (Political Economy of Institutions and Decisions)*. Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9780511808678.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (1999). *OECD Principles of Corporate Governance* (OECD, Paris).
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2004). *Principles of Corporate Governance*. Acesso em 23/08/2018. Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2011). *Policy Framework for Investment: User's Toolkit*. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, France.
- O'Connor, J., Priem, R., Coombs, J., & Gilley, K. (2006). Do CEO Stock Options Prevent or Promote Fraudulent Financial Reporting? *The Academy of Management Journal*, 49(3), 483-500. Retrieved February 10, 2020, from www.jstor.org/stable/20159777
- Pedroni, P. (1999). Critical values for cointegrating tests in heterogeneous panels with multiple regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*.
- Pedroni, P. (2000). Fully modified OLS for heterogeneous cointegrated panel. In Baltagi, B. H., editor, *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels*, *Advances in Econometrics*, pp. 93-130. v. 15 (JAI).
- Pesaran, M. H.; Timmermann, A. (2004). How costly is it to ignore breaks when forecasting the direction of a time series? *International Journal of Forecasting*, 20, 411-425.

- Phillips, P.; Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Pollock T. G.; Fischer H. M.; Wade J. B. (2002). The role of power and politics in the repricing of executive options. *Academy of Management Journal*, 45: 1172-1182.
- Rajgopal, S.; Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 145-71.
- Raheja, C. (2005). Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.40, n.2, pp. 283-306. Disponível em: doi: 10.1017/S0022109000002313. Recuperado em 22/04/2019.
- Ribstein, L. (2005). Sizing Up SOX. Working paper, University of Illinois College of Law.
- Rodríguez-Pérez, Gonzalo & van Hemmen, Stefan, 2010. "Debt, diversification and earnings management," *Journal of Accounting and Public Policy*, Elsevier, vol. 29(2), pages 138-159, March.
- Romano, R. (2005). The Sarbanes Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *Yale Law Journal*, v. 114, no. 7, pp.1521-611. Disponível em: <https://www.yalelawjournal.org/article/the-sarbanes-oxley-act-and-the-making-of-quack-corporate-governance>. Recuperado em 20/03/2019.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, v.15, pp. 404-413. Disponível em: doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00570. x. Recuperado em 22/04/2019.
- Ross, S. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review*, v.63, pp.134-139.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, no.3, pp. 335-370.
- Rivera, E. B. B. R.; Martin, D. M. L.; Marçal, E. F.; Basso, L. F. C. (2012). Modelo de valor presente entre preços e dividendos com retornos esperados constantes e variantes no tempo: evidências ao nível de empresa a partir da aplicação de painéis não estacionários. *Brazilian Business Review*, v. 9, n. 4, p. 52-90, 2012.
- Rocha, M.; Barbi, F. (2009). Determinantes do Desalinhamento Cambial: Uma análise com cointegração em painel. *Anais do XXXVII Encontro Nacional de Economia da ANPEC*, Foz do Iguaçu.
- Sánchez-Ballesta, J. P.; García-Meca, E. (2007). A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance, *Corporate Governance: An International Review*, 15, issue 5, p. 879-892.
- Sáenz González, J.; García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *J Bus Ethics* 121, 419-440. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1700-8>.
- Santiago-Castro, M.; Brown, C. J. (2007). Ownership structure and minority rights: A Latin American view. *Journal of Economics and Business*, n. 59, p. 430-442.

Setia-Atmaja, L. Y. (2009). Governance Mechanisms and Firm Value: The Impact of Ownership Concentration and Dividends. *Corporate Governance: An International Review*, v.17, pp. 694-709. Disponível em: doi: 10.1111/j.1467-8683.2009.00768.x. Recuperado em 22/04/2019.

Smith, A. (1937). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nation*. Edwin Cannan. Ed. New York Modern Library.

Stiles, P.; Taylor, B. (2001). *Boards at work - How directors view their roles and responsibilities*. Oxford: Oxford University Press.

Stiles, P. (2001). The impact of the board on strategy: an empirical examination. *Journal of Management Studies*, 38(5), 627-650.

Stulz, R. M. (2015). Risk-Taking and Risk Management by Banks. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27: 8-18. doi:10.1111/jacf.12099.

Sun, J.; Cahan, S. (2009). The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance. *Corporate Governance: An International Review*, v.17, pp. 193-207. Disponível em doi: 10.1111/j.1467-8683.2008.00726.x. Recuperado em 22/04/2019.

Sundaram, R.; Yermack, D. (2007). Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation. *Journal of Finance*, v. 62, pp. 1551-1588.

Scott, R. W. (2004). *Institutional Theory: Contributing to a Theoretical Research Program* Stanford University. Capítulo, parte do livro: *Great Minds in Management: The Process of Theory Development*. Oxford UK: Oxford University Press. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/265348080_Institutional_Theory_Contributing_to_a_Theoretical_Research_Program.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, v.3, pp. 91-102.

Schultz, E. L.; Tan, D. T.; Walsh, K. D. (2010). Endogeneity and the corporate governance - performance relation, *Australian Journal of Management* v.35, pp. 145-163.

Shapiro, S. (2005). Agency Theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263-284. Retrieved January 27, 2020, from www.jstor.org/stable/29737720.

Sharma, A. (1997). Professional as agent: knowledge asymmetry in agency exchange. *Acad.Manag. Rev.* 22:758-98.

Sharpe, M. (1996). Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century. *Challenge*, 39(1), 62-64. Retrieved January 27, 2020, from www.jstor.org/stable/40721671.

Shirley, M. M.; Walsh, P. (2001). *Public vs. Private Ownership: The Current State of the Debate*. World Bank Policy Research Working Paper No. 2420. World Bank, Washington, DC.

Shleifer, A.; Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-83.

Short, H.; Keasey, K.; Wright, M.; Hull, A. (1999). Corporate Governance: From Accountability to Enterprise, *Accounting and Business Research* 29(4), 337-352.

Spencer Stuart Board Services (2011). Spencer Stuart Board Index (SSBI). Spencer Stuart: Chicago, IL. Disponível em: <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/board-indexes>. Recuperado em 04/04/2019.

Srivastav, A.; Armitage, S.; Hagendorff, J. (2014). CEO inside debt holdings and risk-shifting: Evidence from bank payout policies, *Journal of Banking e Finance*, v. 47, pp. 41-53, ISSN 0378-4266. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.016>; <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426614002313>. Recuperado em 22/04/2019.

Shrieves, R. E.; Dahl, D. (2003). Discretionary accounting and the behavior of Japanese banks under financial duress. *Journal of Banking and Finance*, 27 (7), 1219-1243. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426602002522>. Recuperado em 07/08/2019/

Standard & Poor's (1998). Corporate ratings criteria. New York: Standard e Poor's.

Teoh, S. H.; Welch, I.; Wong, T. F. (1998a). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, v.50(1), 63-99, ISSN 0304-405X, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00032-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00032-4). <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X98000324>)

Teoh, S. H.; Welch, I.; Wong, T. F. (1998b). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, v. 53(6), 1935-1974. DOI:10.1111/0022-1082.00079.

Tihanyi, L.; Hegarty, W. H. (2007). Political interests and the emergence of commercial banking in transition economies. *Journal of Management Studies*, 44, 788-813.

Tihanyi, L.; Johnson, R. A.; Hoskisson, R. E.; Hitt, M. A. (2003). Institutional ownership differences and international diversification: the effects of boards of directors and technological opportunity. *Academy of Management Journal*, 46, 195-211.

Tuggle, C. S.; Sirmon, D. G.; Reutzell, C. R.; Bierman, L. (2010). Commanding board of director attention: Investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring. *Strategic Management Journal*, v.31, pp. 946-968.

The World Banking (1991). *Managing Development: The Governance Dimension*. Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/en/884111468134710535/Managing-development-the-governance-dimension>. Recuperado em 21/05/2019.

The World Banking (1992). *Governance and development*. Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/pt/604951468739447676/pdf/multi-page.pdf>. Recuperado em 21/05/2019.

Thomsen, S.; Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies, *Strategic Management Journal*, v.21, no. 6, pp. 689-705. 107.

Thomsen, S.; Pedersen, T.; Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control-based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, v.12, no. 2, pp. 246-269.

Villalonga, B.; Amit, R; Trujillo, M. A.; Guzmán, A. (2015). Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics*, v.7, pp.635-654. Disponível em: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034357>. Recuperado em 22/04/2019.

- Ward, A. J.; Brown, J.; Rodriguez, D. (2009). Governance bundles, firm performance, and the substitutability and complementarity of governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, v.17, pp. 646-660.
- Warfield, T.; Wild, J.; Wild, K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 20, pp. 61-91.
- Waterman, R. W.; Meier, K. J. (1998). Principal-Agent Models: An Expansion?, *Journal of Public Administration Research and Theory*, v.8(2), pp.173-202, <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jpart.a024377>.
- Web of Science (2019): Theory of Firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Disponível no site eletrônico: http://apps.webofknowledge.com/summary.do?product=WOSesearch_mode=CitingArticlesparentQid=19eqid=26eSID=5FYOyIp8uDyDxmIAdSTeparentProduct=WOS. Recuperado em 03/05/2019.
- Wei, C.; Yermack, D. (2010). Deferred Compensation, Risk, and Company Value: Investor Reactions to CEO Incentives, Working paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Wei, C.; Yermack, D. (2011). Investor Reactions to CEOs' Inside Debt Incentives, *The Review of Financial Studies*, v. 24, no. 11, pp. 3813-3840. Disponível em: <https://doi.org.ez95.periodicos.capes.gov.br/10.1093/rfs/hhr028>. Recuperado em 22/04/2019.
- Weir, C.; Laing, D.; McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance e Accounting*, v.29, pp. 579-611.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, v. 20, pp. 431-460
- Wells, H. (2010). The Birth of Corporate Governance. *Seattle University Law Review*, v.33, pp. 1247-92.
- Welbourne, T. M.; Gomez-Mejia, L. (1995). Gainsharing: a critical review and future research agenda. *Journal of Management*, 21, 559-609.
- Westphal, J. D.; Zajac, E. J. (1995). Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, v.40, pp. 60-83.
- Whitley, R. (2000). *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*, Oxford University Press.
- Wild, J. (1996). The audit committee and earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, v.11, pp. 247-276.
- Williamson, O. (1976). Franchise Bidding for Natural Monopolies-in General and with Respect to CATV. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 73-104. doi:10.2307/3003191.
- Williamson, O. (1984). Corporate Governance. *Yale Law Journal*, 93,1197-1231.
- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, N.Y.: Free Press.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introdução a econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Pioneira Thomson Learnings. Tradução da 6ª edição norte-americana 3ª edição brasileira.

Worsham, J. E. M. A.; Ringquist, E. J. (1997). Assessing the assumptions: a critical analysis of agency theory. *Admin. Soc.* 28:419-40.

Xie, B.; Davidson, W. N.; DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 9(3), pages 295-316, June.

Yeo, G. H.; Tan, P. M.; Ho, K. W.; Chen, S. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings. *Journal of Business Finance e Accounting*, v.29, pp.1023-1046. Disponível em: doi: 10.1111/1468-5957.00460. Recuperado em 22/04/2019.

Young, M. N.; Peng, M. W.; Ahlstrom, D.; Bruton, G.; Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, v.87, no.2, pp. 675-703.