

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

**IMPACTO DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS RECOMENDADAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO ÍNDICE DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL**

Fabiano Gabriel

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

SÃO PAULO

2011

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

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

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

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

FABIANO GABRIEL

**IMPACTO DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS RECOMENDADAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO ÍNDICE DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL**

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

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Versão Corrigida

SÃO PAULO

2011

FICHA CATALOGRÁFICA

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

Gabriel, Fabiano

Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil / Fabiano Gabriel.

-- São Paulo, 2011.

128 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011.

Orientador: Alexandre Di Miceli da Silveira.

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

CDD – 658.4

**À minha mãe Telma (*in memoriam*),
uma vida dedicada à família.**

Agradeço imensamente ao Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira, pelos ensinamentos e pela profunda dedicação na orientação desta tese; muito mais do que um excelente professor e orientador, você foi um verdadeiro amigo ao me acolher em momentos pessoais extremamente difíceis. Faltaria espaço para agradecê-lo pela amizade e confiança ao longo desses anos, muito obrigado pela convivência e por ser uma referência pessoal, profissional e acadêmica. Agradeço ao Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins, pelo apoio durante todo o doutorado, pela pronta disponibilidade para ler inúmeras vezes o trabalho, pelas diversas críticas e sugestões de melhoria e, principalmente, pela oportunidade de aprendizado e de desenvolvimento acadêmico. Ao Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, pelas contribuições efetuadas na qualificação desta tese, pelas indicações de valiosas referências, pela amizade e pelo excelente bom humor. Ao Prof. Dr. Ricardo Pereira Câmara Leal, pela gentileza ao disponibilizar sua base de dados, sem a qual esta pesquisa não seria viabilizada. Aos professores que gentilmente cederam seu valioso tempo e contribuíram com críticas fundamentais para a melhoria do trabalho: Prof. Dr. Alexandre Assaf Neto, Prof. Dr. Alessandro Broedel Lopes, Profa. Dra. Maria Sylvia Macchione Saes e Profa. Dra. Silvia Casa Nova. Ao Prof. Dr. Luiz João Corrar, pelos relevantes ensinamentos em métodos quantitativos. Aos especialistas que participaram do processo de validação do Índice proposto neste trabalho: Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos; Prof. Dr. Bruno Meirelles Salotti; Prof. Dr. Eliseu Martins; Prof. Dr. Geraldo Barbieri; Prof. Dr. Iran Siqueira Lima; Prof. Dr. Luiz Nelson Guedes de Carvalho; Prof. Dr. Nilton Cano Martin e Profa. Dra. Roberta Carvalho de Alencar. Agradeço ao Prof. Dr. Luís Eduardo Afonso e ao Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Junior, pelos comentários no Encontro do EAC. Ao Banco Central do Brasil que viabilizou minha participação no curso e, em especial, ao meu orientador técnico e amigo Luiz Maranhão de Mello. À Fipecafi, pelo apoio na participação em congressos. Aos amigos de curso e de coração que me ajudaram muito mais do que eu merecia: Guillermo Oscar Braunbeck, Giovani Antonio Silva Brito, Pedro Henrique de Barros, Maria Rosa Trombetta, Renê Coppe Pimentel, José Elias Feres de Almeida, Flávio Donizete Batistella, Rodrigo Barbone Gonzalez e Nálbia de Araújo Santos. À Máira Carvalho Bachiega pelo eficiente apoio no levantamento dos dados. Aos meus sogros Laércio e Lislei e às minhas cunhadas Máira e Karina, pelo carinho e pela paciência com que me aturam. Ao meu pai Armando e aos meus irmãos Simone e Adonai, por tudo. Por fim, agradeço especialmente à minha esposa, Vanessa Carvalho Bachiega Gabriel, por ser o amor da minha vida.

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo avaliar o impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa sobre a qualidade da informação contábil, mensurada por meio de um índice original adaptado à realidade brasileira. Como aproximação para a qualidade da informação contábil, construiu-se o Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC) para 200 companhias abertas analisadas no período de 2006 a 2009. O IQIC foi validado internamente pelo alfa de Cronbach e, externamente, por oito pesquisadores que participaram da aplicação da técnica Delphi. Para o estudo empírico, elaborou-se um modelo linear de regressão, cujos parâmetros foram estimados pelo método GMM Sistêmico, o qual permite controlar adequadamente o problema da simultaneidade entre as variáveis de governança corporativa e de qualidade da informação contábil. O modelo considerou a qualidade da informação contábil como função do nível de governança corporativa e de um conjunto de variáveis de controle, tais como: tamanho, endividamento, oportunidade de crescimento, rentabilidade, tangibilidade dos ativos e direito de controle dos três maiores acionistas. Também foram incluídas variáveis *dummies* setoriais e uma *dummy* de tempo a fim de capturar os efeitos das mudanças contábeis promovidas pela Lei 11.638/07. Os resultados confirmaram a hipótese da pesquisa de que quanto maior o nível de governança corporativa da firma, maior o IQIC. Nesse sentido, constatou-se que existe uma relação de complementaridade – e não de substituição – entre a estrutura de governança corporativa e a qualidade da informação contábil das firmas no Brasil. Dentre as dimensões de governança, aquela relacionada à composição e ao funcionamento do conselho de administração mostrou-se a mais importante. Constatou-se ainda que o IQIC é influenciado positivamente por seus valores passados e pela concentração acionária em posse dos três maiores acionistas. As demais variáveis não apresentaram significância estatística e/ou um comportamento consistente. Conclui-se, portanto, que a estrutura de governança corporativa da firma constitui uma das principais variáveis explicativas do IQIC. Essa constatação pode ser considerada relevante, já que, ao contrário do sugerido por outros estudos, evidencia-se que a qualidade da informação contábil é influenciada não apenas pela origem legal do País e pelo grau de desenvolvimento de seu mercado de capitais, mas também por características específicas da firma. O trabalho traz duas contribuições à literatura: a proposição de um índice original aplicado à realidade brasileira para se mensurar objetivamente a qualidade da informação contábil; e, a apresentação de resultados estimados pelo método GMM Sistêmico, mitigando os potenciais problemas de endogeneidade em trabalhos anteriores desta natureza. Por fim, sua principal implicação prática é a constatação de que, para aumentar a qualidade da informação contábil, deve-se investir no aprimoramento das práticas recomendadas de governança corporativa e no incentivo para que as empresas brasileiras busquem cada vez mais sua adoção e efetiva implementação. Dessa forma, é possível superar obstáculos para criar uma maior oferta de recursos para o financiamento das empresas.

ABSTRACT

This thesis aims to evaluate the impact of the adherence to recommended corporate governance practices on the quality of accounting information. As a proxy for the quality of accounting information, I develop a new index based on the Brazilian market, called Index of Accounting Information Quality (IQIC). IQIC is constructed for 200 publicly held companies in the period from 2006 to 2009. It is validated both by the Cronbach's alpha (an internal measure of reliability) as well as by the opinions of eight experts based on an application of the Delphi method (an external measure of reliability). For the empirical research, I estimate the parameters of the regression models by applying the system Generalized Method of Moments (System GMM), a procedure that allows to control properly for the simultaneity problem between the variables of corporate governance and quality of accounting information. Based on the previous literature on this field, I consider the quality of accounting information as a function of the level of corporate governance and of a set of control variables such as size, debt, growth opportunities, profitability, tangibility of assets and control rights held by the three largest shareholders. I also consider industry dummies and a time dummy variables as additional controls, with the later being included in order to capture the effects of Brazilian accounting changes due to the enactment of a new Corporate Law (11.638) in December 2007. The results confirm the research hypothesis that the higher the corporate governance firm-level, the higher its IQIC. Therefore, I find a relationship of complementarity rather than substitution between the corporate governance structure and the quality of accounting information of Brazilian firms. Among the different corporate governance dimensions, the composition and functioning of the board proved to be the most important one. As the coefficients of other variables were not consistent or statistically significant, we conclude, therefore, that the corporate governance structure is the main explanatory variable for the quality of accounting information in Brazil. This finding is relevant because, unlike suggested by other studies, the quality of accounting information can be influenced not only by both the country's legal origin and the degree of development of its capital market, but also by specific characteristics of the firm. This research presents two contributions: the proposition of an index to measure in an objective way the quality of accounting information; and the presentation of more robust results estimated by System GMM, thus mitigating the potential problems of endogeneity not properly addressed in previous studies on this field. Finally, this research provides a practical implication: if investors intend to receive accounting information with superior quality, then they should strive for better corporate governance structure on their firms. Thus, it is possible to overcome obstacles in order to increase the supply of financing resources for Brazilian listed companies.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	3
1 PROBLEMA DE PESQUISA	5
1.1 Introdução	5
1.2 Questão de pesquisa	8
1.3 Objetivos	8
1.4 Hipótese	8
1.5 Justificativas	9
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	13
2.1 Teoria da firma	13
2.2 O problema de agência	17
2.3 Governança corporativa	19
2.4 Relação entre informação contábil e governança corporativa	20
2.5 Modelos empíricos de qualidade do lucro	26
2.6 Evidências da relação entre informação contábil e governança corporativa	29
2.6.1 Evidências empíricas internacionais	31
2.6.2 Evidências empíricas nacionais	35
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	39
3.1 Método de pesquisa	39
3.2 Especificação do modelo econométrico	40
3.3 Definição teórica e operacional das variáveis	43
3.3.1 Qualidade da informação contábil	43
3.3.1.1 Construção do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC)	46
3.3.1.2 Formas empregadas para validação do IQIC	50
3.3.1.2.1 Validação interna: alfa de Cronbach	50
3.3.1.2.2 Validação externa: técnica Delphi	51
3.3.2 Governança corporativa	53
3.3.3 Variáveis de controle	57
3.4 População, amostragem e coleta de dados	58
3.5 Limitações da pesquisa e formas de mitigação	60
3.5.1 Simultaneidade entre variáveis	60
3.5.2 Variáveis omitidas	61
3.5.3 Erro de mensuração das variáveis	62
3.5.4 Viés de seleção da amostra	62
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	63
4.1 Resultados da validação do IQIC	63
4.1.1 Validação interna: alfa de Cronbach	63
4.1.2 Validação externa: técnica Delphi	63
4.2 Estatísticas descritivas	66
4.3 Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no IQIC	70
4.3.1 Identificação da forma funcional	70
4.3.2 Modelos com estimador GMM Sistêmico	75
4.3.3 Modelos com especificações alternativas	82
4.4 Síntese da análise dos resultados	88
5 CONCLUSÕES	93
REFERÊNCIAS	97
APÊNDICES	107

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resultado da técnica Delphi para validação do IQIC.....	64
Tabela 2 – Estatísticas descritivas	66
Tabela 3 – Evolução anual do IQIC	67
Tabela 4 – Percentual de respostas consideradas positivas às perguntas do IQIC.....	67
Tabela 5 – Correlação de Pearson entre IQIC e IGOV	71
Tabela 6 – Teste de normalidade para o IQIC e IGOV	73
Tabela 7 – Correlação de Spearman entre IQIC e IGOV.....	73
Tabela 8 – Matriz de correlação entre as variáveis	74
Tabela 9 – Teste de raiz unitária	75
Tabela 10 – Impacto da governança corporativa no IQIC: estimador GMM-Sis	77
Tabela 11 – Impacto da governança corporativa no IQIC_delphi: estimador GMM-Sis	79
Tabela 12 – Impacto da governança corporativa no IQIC: especificações alternativas.....	83
Tabela 13 – Impacto da governança corporativa no IQIC_delphi:especificações alternativas	86

1 PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Introdução

O objetivo principal da contabilidade financeira é fornecer aos seus usuários, principalmente externos, informação útil que os auxiliem na avaliação econômico-financeira da firma. A visão clássica da firma, de um único proprietário e gestor, ignora a necessidade de divulgação desse tipo de informação. Entretanto, no contexto da nova economia institucional e da teoria da agência, a informação contábil ganha importância, principalmente quando as empresas possuem algum tipo de separação entre suas estruturas de controle (tomada de decisão) e propriedade (posse dos títulos corporativos).

Para a teoria econômica clássica, baseada em Smith (1976), as informações estão sempre disponíveis, a racionalidade dos agentes é completa e não há custos de transação. Por outro lado, uma nova vertente da teoria econômica, também denominada economia dos custos de transação (COASE, 1937; ALCHIAN e DEMSETZ, 1972 e WILLIAMSON, 1985) incorporou novos fatores para uma compreensão mais correta da realidade, entre os quais se destacam a racionalidade limitada dos agentes e a existência de custos de transação¹.

A partir dessa nova visão, a firma passou a ser entendida como um conjunto de contratos constituído para minimizar custos de transação. Entretanto, ao considerar que os agentes econômicos são limitados na previsão *ex-ante* de todas as contingências possíveis e que é passível a ocorrência de comportamento oportunista em algum momento do tempo, tem-se uma dificuldade de elaboração de contratos completos para alocação justa dos direitos de propriedade. Portanto, mesmo com a evolução da teoria econômica, os potenciais conflitos de interesse entre os agentes não foram completamente solucionados.

Nesse sentido, o trabalho seminal, desenvolvido por Jensen e Meckling (1976), preencheu uma importante lacuna na literatura ao criar uma teoria de estrutura de propriedade das firmas, denominada teoria de agência.

¹ Custos de transação são custos de trocar, capturar e proteger direitos de propriedade.

Sob a perspectiva da teoria da agência, existe uma relação na qual uma ou mais pessoas (o principal) responsabilizam outra pessoa (o agente) para executar alguma função de acordo com o interesse do principal. Se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, espera-se que o agente eventualmente não haja de acordo com os melhores interesses do principal. Visando minimizar os custos incorridos para alinhar os interesses do principal com os do agente (i.e. custos de agência), surgem, assim, os mecanismos de governança corporativa, que compreendem as formas pelas quais os fornecedores de recursos financeiros à firma asseguram-se que obterão o retorno de seus investimentos (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Os mecanismos de governança corporativa, essenciais para minimizar o oportunismo do gestor, são internos e externos à firma. De acordo com Kraakman *et al.* (2004), Gillan (2006), Becht *et al.* (2002) e Silveira (2010), os mecanismos internos compreendem: um conselho de administração ativo, independente e bem informado; um sistema de remuneração de executivos alinhado aos interesses dos acionistas; e uma estrutura de propriedade concentrada ou dispersa, dependendo do contexto de atuação da firma. Dentre os mecanismos externos têm-se: o ambiente legal; os mercados de aquisição hostil e competitivos, que podem substituir gestores ineficientes; a estrutura de capital com recursos de terceiros, a qual pode reduzir o potencial para destruição de caixa; e, por fim, mas não menos importante, a elaboração e divulgação de relatórios periódicos (e.g. demonstrações contábeis), fundamentais para o monitoramento das atividades dos executivos pelos investidores.

Segundo Beaver (1998), Sloan (2001), Bushman e Smith (2003) e Lopes e Martins (2007), os investidores não possuem o mesmo nível de informação que os executivos e, dessa forma, necessitam de instrumentos independentes para avaliar a real situação da empresa. Pode-se afirmar, então, que a informação contábil reduz a assimetria de informação entre executivos e investidores submetidos a um conflito agente-principal. De acordo com essa visão, a informação contábil é considerada um mecanismo de governança corporativa que minimiza custos de agência.

Entretanto, conforme ressalta Lee (2006), se, por um lado, a informação contábil minimiza os custos incorridos para alinhar os interesses do principal (investidores) aos do agente (executivos), por outro as escolhas que influenciam as saídas do sistema contábil podem decorrer de motivações específicas de contadores e executivos, desalinhando-as dos interesses dos investidores.

Dessa forma, a combinação de diferentes mecanismos de governança corporativa pode, em tese, ajudar a explicar parte das escolhas relacionadas à identificação, à mensuração e à divulgação de eventos econômico-financeiros, influenciando positivamente a qualidade da informação contábil produzida pela firma e divulgada aos investidores e demais *stakeholders*. Diferentemente da visão anterior que trata a informação contábil como um mecanismo de governança, nesse caso a informação contábil é que passa a ser influenciada pela estrutura de governança corporativa da firma, conforme sugerido por Cohen *et al.* (2004).

Francis *et al.* (2006) e Armstrong *et al.* (2010) corroboram esse entendimento ao reconhecerem que, de fato, a informação contábil pode ser tratada como uma variável resposta da estrutura de governança corporativa da firma. Entretanto, os autores ressaltam que a estrutura de governança também pode ser função da qualidade da informação contábil. Essa constatação é relevante, pois na ausência de um tratamento metodológico adequado para o problema da simultaneidade entre as variáveis de interesse, os resultados dos estudos empíricos podem acabar sendo enviesados. Esse problema, juntamente com a ausência de métricas consensuais para representar a qualidade da governança corporativa e da informação contábil ajudam a explicar, em parte, a inconsistência dos resultados das pesquisas que buscaram associar a adesão às práticas recomendadas de governança corporativa à qualidade da informação contábil, conforme levantado por Larcker *et al.* (2007).

Apesar da inexistência de uma única *proxy* para mensurar a qualidade da informação contábil, existem modelos empíricos específicos para analisar a qualidade do lucro (FRANCIS *et al.*, 2006). Porém, além do fato de esses modelos não necessariamente controlarem o problema da simultaneidade entre as variáveis de interesse, o lucro não é o único canal disponível para divulgação do desempenho das firmas (DECHOW e SCHRAND, 2004).

Portanto, há possibilidade de construção e de validação de um índice mais amplo para capturar a qualidade da informação contábil. Embora já tenham sido desenvolvidos e publicados, para o mercado brasileiro, índices de governança corporativa (LEAL e CARVALHAL DA SILVA, 2007 e SILVEIRA *et al.* 2006) e de divulgação voluntária (LIMA, 2009; MURCIA e SANTOS, 2009; LOPES e ALENCAR, 2010), ainda não foi construído um índice para se mensurar objetivamente a qualidade da informação contábil que agregue outras etapas do processo contábil, não restritas à divulgação, tais como: mensuração de ativos, registro de despesas, republicação de balanços e tipos de pareceres de auditoria.

1.2 Questão de pesquisa

Dentro do contexto apresentado na introdução, o problema de pesquisa pode ser expresso na forma da seguinte questão:

- Qual é o impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa sobre a qualidade da informação contábil das companhias abertas brasileiras?

1.3 Objetivos

O objetivo geral desta tese é:

- Avaliar o impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa sobre a qualidade da informação contábil, mensurada por meio de um índice original adaptado à realidade brasileira.

Os objetivos específicos são:

- Construir e validar o Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC).
- Identificar os principais fatores determinantes do IQIC.

1.4 Hipótese

Formulou-se a seguinte hipótese para ser testada empiricamente:

- H₁: Quanto maior o nível de governança corporativa, maior o Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC).

1.5 Justificativas

Para a escolha do tema e o desenvolvimento desta pesquisa, utilizaram-se os critérios de importância, originalidade e viabilidade, conforme sugerido por Martins e Theóphilo (2009, p.5). Discutem-se, a seguir, esses principais predicados.

De acordo com os autores, o tema será importante quando for ligado a uma questão que afeta um segmento substancial da sociedade. Nesse sentido, o trabalho contribui para reduzir obstáculos no desenvolvimento de uma maior oferta de recursos para o financiamento das empresas. Segundo Rajan e Zingales (2004, p. 48-73), existem três obstáculos para ampliação do acesso ao financiamento: (i) o grau de concentração de risco, (ii) a quantidade e qualidade de informações que os financiadores têm acerca dos tomadores de recursos; e (iii) a possibilidade de que os tomadores de recursos não venham a agir no melhor interesse do financiador. Esta pesquisa visa a reduzir o segundo e o terceiro obstáculos.

O trabalho também é importante, pois, conforme observaram Cohen *et al.* (2004), nos últimos anos houve um aumento na ênfase em governança corporativa sob o aspecto prático, graças, em parte, à elevada publicidade e às fraudes contábeis de grandes empresas como Enron, WorldCom, Adelphia e Parmalat e ao elevado número de republicação de balanços relativos à manipulação de números contábeis. Dentro desse contexto, o trabalho contribui para um melhor entendimento da direção da relação entre o nível de governança corporativa da firma e a qualidade da informação contábil, ou seja, auxilia na busca de respostas para a seguinte pergunta: os problemas relacionados à informação contábil são causa ou consequência das formas pelas quais as empresas são governadas?

Ainda em relação à importância, Lopes (2002) afirma que, quando há predominância de financiamento via mercado de capitais, a evidência contábil deve ser mais clara para fornecer informações a um número crescente de acionistas. Nesse contexto, além do aumento de empresas que vem abrindo o capital, o momento atual é rico para efetuar essas análises, pois, ao final de 2007, ocorreu uma mudança institucional no cenário contábil brasileiro: a promulgação da Lei 11.638/07 promoveu uma série de alterações visando a adequar o País ao processo de convergência internacional das normas contábeis. Assim, espera-se que essa mudança também esteja positivamente associada à qualidade da informação contábil.

Em relação à originalidade, Martins e Theóphilo (2009, p. 5) explicam que um tema é original quando há indicadores de que os resultados da pesquisa possam surpreender e possibilitar um novo entendimento do fenômeno sob investigação. Dessa forma, o presente trabalho traz duas contribuições originais: (i) a proposição de um índice adaptado à realidade brasileira para se mensurar a qualidade da informação contábil; e (ii) a apresentação de resultados estimados pelo método GMM Sistêmico, desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), por meio do qual é possível controlar o problema da simultaneidade entre a governança corporativa e a qualidade da informação contábil. Embora a maioria das pesquisas venha controlando a questão da heterocedasticidade², o problema da simultaneidade entre essas variáveis foi anteriormente negligenciado pelos pesquisadores desta linha de pesquisa, o que pode ter gerado resultados enviesados e inconsistentes.

A questão da viabilidade do trabalho, por sua vez, refere-se à coleta e à disponibilidade de dados, ao prazo para elaboração e conclusão, e aos recursos disponíveis. Essas questões são apresentadas no capítulo específico que trata da metodologia da pesquisa.

Espera-se ainda que os resultados da presente pesquisa contribuam para a atuação profissional dos seguintes agentes:

- Executivos e conselheiros: uma das funções da governança corporativa é assegurar a qualidade no processo de elaboração dos relatórios contábeis. Portanto, um interesse prático desses agentes é verificar se a adoção de padrões mais elevados de governança corporativa contribui de fato para o aumento da qualidade dos relatórios contábeis.
- Contadores: dado que o objetivo principal da contabilidade financeira é fornecer informação útil aos seus diversos usuários, os contadores que atuam diretamente na elaboração das demonstrações contábeis podem auxiliar no incremento da qualidade da informação contábil divulgada ao público.

² Quando a variância da distribuição dos resíduos do modelo estimado não é constante.

- Auditores: para o auditor externo o tema é relevante, já que um nível inferior de qualidade da informação contábil pode estar associado a um acréscimo no grau de risco de auditoria. No caso do auditor interno, a importância do tema refere-se à efetividade da gestão de controles internos e riscos.
- Investidores: as decisões tomadas com base em uma informação contábil com qualidade superior podem contribuir com o aprimoramento da seleção de investimentos e, conseqüentemente, facilitar a transação de recursos no mercado de capitais.
- Credores: uma qualidade da informação contábil superior, acerca da entidade tomadora de recursos financeiros, pode contribuir para a diminuição do custo de captação junto aos credores.
- Acadêmicos: os trabalhos empíricos nacionais e internacionais que buscaram avaliar quantitativamente a relação entre os mecanismos de governança corporativa e alguma medida de qualidade da informação contábil ainda não são conclusivos, o que justifica a elaboração desta tese para a compreensão científica mais adequada sobre o tema.
- Reguladores: o entendimento da relação entre a adesão às práticas recomendadas de governança corporativa e a qualidade da informação contábil é útil para as autoridades públicas, as quais podem utilizar seu poder regulatório para promover a melhoria das práticas contábeis e de governança das firmas, contribuindo para o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo apresenta a plataforma teórica adotada para formulação da hipótese da pesquisa. Primeiramente apresenta-se a teoria da firma e o problema de agência. Na sequência, discutem-se os principais mecanismos de governança corporativa, bem como a relação teórica esperada entre a estrutura de governança corporativa da firma e a qualidade da informação contábil. Por fim, após a descrição dos modelos empíricos existentes para se mensurar a qualidade do lucro, levantam-se as principais evidências empíricas sobre o tema pesquisado.

2.1 Teoria da firma

De acordo com Silveira (2010, p. 52), a teoria da firma é o alicerce conceitual no qual se estabelecem os estudos sobre governança corporativa. Essa teoria surgiu como um contraponto à teoria econômica anterior que tratava as empresas de maneira rudimentar.

Dentre os trabalhos seminais que formaram a base da teoria da firma, destacam-se os de Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972), Williamson (1985) e Barzel (2003).

Para autores clássicos como Smith (1776), as informações estão sempre disponíveis, a racionalidade dos agentes econômicos é completa e o foco da análise está na formação do equilíbrio de preços, na divisão do trabalho e na formação da firma. Entretanto, a falta de estudo do sistema como um todo – incluindo os sistemas legal, político, educacional e tecnológico – era um problema significativo.

Em discurso contemporâneo, Coase (2002) afirma que essa teoria é limitada para retratar a economia atual, pois deixa de considerar fatores essenciais à compreensão do sistema econômico como os custos de transação, por exemplo. Coase (1937) utilizou bases mais próximas da realidade para subsidiar os estudos econômicos: o sistema deve ser o objeto de estudo; os contratos constituem o pilar central desse sistema; os custos de transação não são nulos; o foco da análise deve ser a existência da firma e o tamanho da firma pode ser determinado pelos custos de transação.

Portanto, para Coase (1937), a razão da existência da firma pode ser explicada por meio da minimização dos custos de transação, tendo os contratos papéis fundamentais nessa análise. O autor também reconhece que o surgimento da firma seria improvável em um mundo sem incerteza³. O foco de sua análise está nos custos de transação, que podem ser influenciados pela incerteza. Assim, tais custos poderão ser minimizados pela firma, como uma alternativa de contratação via mercado, em função de diferentes formas de governança.

Para um melhor entendimento do papel dos custos de transação para explicar a existência e o tamanho das firmas, é necessário compreender previamente o conceito de racionalidade limitada. De acordo com a teoria econômica tradicional, o agente econômico é considerado completamente racional e maximizador de sua função utilidade. As informações disponíveis aos agentes não tem custo e o agente tem capacidade infinita de processamento para a tomada da melhor decisão que maximiza sua função utilidade. O conceito de racionalidade limitada, introduzido por Simon (1955), busca uma maior aproximação da teoria à realidade.

Simon (1955) revisou o conceito de “homem econômico” propondo a substituição do conceito amplo de racionalidade econômica para uma racionalidade comportamental, compatível com acesso limitado à informação e capacidades distintas de processamento entre os diversos organismos do ambiente. Dessa forma, apenas parte do conjunto de informações consegue ser identificada pelos agentes que possuem capacidades de processamento distintas.

A implicação geral do conceito de racionalidade limitada para o desenvolvimento da teoria econômica é que não há um único ponto ótimo que maximiza a função utilidade, mas sim a identificação de um ponto a partir do qual o nível de resultado esperado seja satisfatório. Nesse sentido, em vez de uma decisão ótima, o agente adota a melhor decisão possível, dado seu conhecimento limitado. Esse pressuposto traz algumas implicações para a teoria econômica moderna, também denominada economia dos custos de transação.

³ Knight (1964) constrói sua teoria a partir da distinção entre risco e incerteza: o risco pode ser mensurado através de probabilidades de ocorrência, enquanto a incerteza não pode ser mensurada e está vinculada ao julgamento individual. Na teoria de Knight, a incerteza é que determina a existência da firma como uma organização que viabiliza a divisão do trabalho e a repartição dos benefícios por ela gerados entre salários pagos a colaboradores e rendas residuais reivindicadas pelos empreendedores (proprietários). A incerteza faz com que o empresário determine o que produzir e quanto produzir, avaliando inclusive se haverá demanda para seus produtos. Assim, as firmas são diferentes entre si em virtude das diferenças entre os empreendedores que tomam as decisões considerando suas respectivas interpretações frente às incertezas.

Custos de transação são custos de trocar, capturar e proteger direitos de propriedade. De uma maneira geral, a firma surge como uma resposta dos agentes econômicos quando os custos de organização das atividades via mercado excedem aos custos da transação interna.

Em busca de entendimento se a empresa deve fazer ou comprar um determinado insumo, Williamson (1985) elaborou uma explicação para a integração vertical das firmas com base na especificidade dos ativos e na minimização do comportamento oportunista. Diferentemente da visão neoclássica que analisa a firma apenas como função de produção, o autor analisa a firma como uma estrutura de governança. O principal objeto de análise passa a ser a transação, que por sua vez apresenta custos (que não são nulos) *ex ante* (negociação, salvaguardas e fechamento de acordos) e *ex post* (resolução de disputas, cumprimento de contratos, etc.).

De acordo com essa visão da firma, os agentes estão sujeitos à racionalidade limitada (limitação em prever todas as contingências possíveis ao tomar as decisões), o comportamento oportunista é passível de ocorrência em algum momento do tempo e a incerteza é relevante. Como a elaboração de contratos completos é impossível, o controle de ativos por um único proprietário constitui um método efetivo para reduzir custos de transação, explicando o porquê da integração vertical (forma de governança unificada) quando os ativos são específicos e as transações recorrentes.

Dentro do mesmo enfoque, mas diferentemente de Williamson (1985), Barzel (2003) analisa a firma como uma organização capaz de criar, proteger e evitar a dissipação de valor. Dada a racionalidade limitada, sempre haverá possibilidade de criação de estratégias visando à captura de atributos não especificados ou difíceis de serem mensurados. Essa capacidade dos agentes explica estruturas de governança distintas, visando à captura de tais atributos.

Barzel (2003) relaciona a visão da firma aos direitos de propriedade, os quais podem ser de natureza econômica ou legal. O direito de propriedade econômico refere-se à capacidade individual do agente de obter um retorno esperado decorrente do uso ou da negociação do ativo. O direito de propriedade legal é aquele reconhecido formalmente por um governo e deve ser cumprido pelos agentes. Os direitos de propriedade econômicos estão relacionados com os custos de transação (de transferência, captura e proteção dos ativos) e com o detentor do direito residual. Portanto, como os custos de transação não são nulos, há dificuldade de se elaborar contratos completos para negociação justa dos direitos de propriedade.

Além dessas abordagens, tem-se a contribuição de Alchian e Demsetz (1972). A visão da firma de Alchian e Demsetz (1972) não é conflitante com o exposto por Coase (1937), ou seja, *ceteris paribus*, quanto maior o custo de transacionar por meio do mercado, maior a vantagem comparativa de organizar recursos dentro da firma. De forma análoga a esse raciocínio, Alchian e Demsetz (1972) afirmam que, *ceteris paribus*, quanto menor o custo de gestão maior a vantagem comparativa de organizar recursos dentro da firma.

Alchian e Demsetz (1972) tratam do problema do oportunismo e da fuga do trabalho (“*shirking*”) decorrente da dificuldade de mensuração de desempenho e de atribuição de responsabilidades específicas em uma produção em equipe. Dessa forma, a firma surge para lidar com os problemas criados pelos conflitos de interesse entre membros de uma equipe e também devido à obtenção de ganhos de especialização. Os problemas relacionados às atitudes oportunistas podem ser resolvidos pela supervisão da mão-de-obra e pelo alinhamento de interesses com base na retenção do lucro pelo monitor, que normalmente é o proprietário-gestor em firmas com estruturas menos complexas.

O aspecto comum presente nas visões da firma de Alchian e Demsetz (1972) e Williamson (1985) refere-se ao comportamento oportunista. Entretanto, existem diferenças nas duas abordagens. Alchian e Demsetz (1972) tratam a firma como uma forma de obter maior produtividade por meio de uma equipe organizada, na qual pode haver oportunismo e, portanto, deve haver monitoramento pelo proprietário-gestor a fim de evitar a fuga de trabalho e dissipação de valor. Williamson (1985), por sua vez, analisa as transações e explica que, na presença de oportunismo, e principalmente quando se tratam de ativos específicos, a forma de governança das relações contratuais que minimiza custos de transação (o de monitoramento, inclusive) é a integração vertical e não a clássica (por meio do mercado).

Em resumo, ao acomodar explicações que consideram pressupostos mais próximos da realidade econômica, a teoria da firma passou a incorporar as formas pelas quais as empresas são governadas. Apesar desses avanços, nem todos os potenciais conflitos entre os agentes econômicos foram completamente solucionados. Nesse sentido, a teoria da agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), preencheu uma importante lacuna na literatura.

2.2 O problema de agência

Berle e Means (1932) lançaram as bases para entendimento do potencial conflito entre acionistas e executivos, ao analisar de forma empírica a composição acionária das empresas norte-americanas. Outros trabalhos foram feitos visando à compreensão do funcionamento das empresas, sem considerá-las apenas como “caixas-pretas”. Em 1976, o trabalho de Jensen e Meckling representou um marco em governança corporativa.

[...] o trabalho de Jensen e Meckling (1976) contribuiu para a própria definição do termo ‘governança corporativa’, que passou gradativamente a ser visto como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência. (SAITO e SILVEIRA, 2008, p.79)

Jensen e Meckling (1976, p.5) definem uma relação de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) responsabiliza outra pessoa (o agente) para executar alguma função de acordo com o interesse do principal. Se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não agirá de acordo com os melhores interesses do principal.

Dentro desse contexto, o principal pode limitar essas divergências ao monitorar as atividades do agente e estabelecer incentivos contratuais adequados. A soma dos custos incorridos para alinhar os interesses do principal com o do agente é denominada custos de agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), esses custos são de: (i) elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; (ii) monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; (iii) comprovação do próprio agente para demonstrar que suas ações não são prejudiciais ao principal; (iv) perdas residuais decorrentes de divergências entre as decisões do agente e aquelas que maximizariam a riqueza do principal.

Segundo Saito e Silveira (2008, p.79), as principais contribuições do trabalho de Jensen e Meckling (1976) foram: (i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseadas nos inevitáveis conflitos de interesse; (ii) definição de um novo conceito de custos de agência, separando propriedade e controle; e (iii) elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma ficção jurídica que serve como um ponto de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos.

De acordo com essa visão, os três conflitos clássicos de agência ocorrem entre:

- Executivos e acionistas: os acionistas são o principal e os executivos os agentes. O problema surge quando o executivo, ao maximizar sua utilidade, pode acumular benefícios pecuniários e não pecuniários que se traduzem em benefícios supérfluos, que por sua vez diminuem a riqueza do acionista.
- Acionistas controladores e minoritários: nesse caso os acionistas minoritários constituem o principal e os controladores representam o agente. O problema surge quando os controladores podem expropriar os recursos financeiros e outros direitos dos minoritários.
- Acionistas e credores: a firma, como agente, pode não agir de acordo com os interesses de outros principais como os credores, por exemplo. Isso pode acontecer quando a empresa assume riscos excessivos ao utilizar capital de terceiros.

Uma teoria complementar que ajuda no entendimento desses conflitos é a dos custos de agência associados ao caixa livre, apresentada por Jensen em 1986. Segundo o autor, quando a empresa gera fluxos de caixa livres substanciais aos acionistas, os conflitos entre acionista e executivo ficam potencializados. De acordo com Jensen (1986), a dívida reduz os custos de agência subjacentes ao fluxo de caixa livre, pois reduz os recursos disponíveis aos gestores e força a empresa a ser mais eficiente, não obstante o aumento dos custos de falência.

Acerca da relevância teórica do problema de agência, Silveira (2010, p. 50) reconhece que, apesar da indiscutível importância de trabalhos anteriores que contribuíram para a construção da teoria da firma, o artigo de Jensen e Meckling (1976) é considerado, sob o ponto de vista da economia financeira, “[...] um verdadeiro divisor de águas a partir do qual foram geradas novas modelagens teóricas e desenvolvidos inúmeros trabalhos empíricos”.

Por fim, Silveira (2010, p. 34) também afirma que “Conceitualmente, a teoria mais aceita para discutir a temática da governança é a do agente-principal”. Segundo o autor, a teoria explica como ocorrem os problemas de desalinhamento de interesses nas empresas e quais mecanismos de governança corporativa podem ser empregados para mitigar seus custos. Esses principais mecanismos são apresentados e discutidos na seção seguinte do trabalho.

2.3 Governança corporativa

Dentre as diversas definições para governança corporativa, a mais utilizada na literatura é a de Shleifer e Vishny (1997). Os autores definem governança corporativa como as formas pelas quais os fornecedores de recursos financeiros às firmas asseguram-se de que terão o retorno de seus investimentos. Um mercado competitivo e eficiente não resolve todos os problemas de governança, pois parte desses problemas decorre da separação entre a estrutura de propriedade e controle, conforme fundamentado anteriormente. Assim, os mecanismos de governança corporativa são essenciais para minimizar o oportunismo do gestor.

Kraakman *et al.* (2004) e Gillan (2006) dividem os mecanismos de governança em internos e externos. Dentre os mecanismos internos, destacam-se um conselho de administração efetivo, planos de remuneração de executivos e estrutura de propriedade (dispersa ou concentrada, dependendo do tipo de país). Dentre os mecanismos externos, têm-se os mercados de aquisição hostil e competitivos (que podem substituir gestores ineficientes), regulação e elaboração e divulgação de relatórios periódicos.

Becht *et al.* (2002) elencam os seguintes mecanismos: a eleição de um conselho de administração com membros externos representando o interesse dos acionistas; a possibilidade de aquisição de controle e conseqüente substituição de executivos ineficientes; o monitoramento constante por um grande agente como banco ou fundo de pensão; o alinhamento dos interesses dos executivos com os dos acionistas por meio de um plano de remuneração; e a definição clara dos deveres dos executivos.

Para Silveira (2010, p. 10-11), “Um sistema de governança é considerado eficiente quando combina diferentes mecanismos internos e externos a fim de assegurar decisões no melhor interesse de longo prazo dos acionistas”. Dentre os mecanismos internos, o autor destaca:

- Conselho de administração: um conselho ativo, independente e bem informado representa o interesse de todos os acionistas, monitorando os executivos a seu favor.
- Sistema de remuneração: o montante e a forma de remuneração de executivos e conselheiros podem determinar o grau de alinhamento aos interesses dos acionistas.
- Estrutura de propriedade: tanto as estruturas concentradas como as dispersas podem gerar benefícios e custos aos acionistas minoritários.

Dentre os mecanismos externos, Silveira (2010, p. 11-12), aponta:

- Proteção legal aos investidores: o ambiente legal e regulador no qual a empresa está inserida pode auxiliar ou prejudicar a resolução de conflitos de interesse.
- Possibilidade de aquisição hostil e grau de competição no mercado de produtos: empresas que podem ser adquiridas de forma hostil e que enfrentam forte concorrência tendem a gerar um efeito disciplinador em seus executivos.
- Fiscalização de mercado: diversas partes que demandam informações da empresa podem aumentar a pressão para que as decisões de seus executivos sejam tomadas visando à maximização do valor da empresa.
- Estrutura de capital: o capital de terceiros pode reduzir o potencial para destruição de caixa, na medida em que obriga os executivos a pagarem regularmente a dívida.

Considerando os diversos mecanismos de governança corporativa descritos na literatura, um deles é fundamental para o desenvolvimento deste trabalho: a elaboração e a divulgação de informações financeiras periódicas pela firma. Tal mecanismo está relacionado ao monitoramento e à fiscalização das atividades do agente pelo principal. Nesse sentido, a informação contábil constitui um instrumento que minimiza custos de agência. Entretanto, conforme desenvolvido na seção seguinte, essa interpretação não é tão simples, o que traz implicações relevantes para o delineamento metodológico da pesquisa.

2.4 Relação entre informação contábil e governança corporativa

Para o correto entendimento da relação entre informação contábil e governança corporativa, inicialmente, devem-se resgatar alguns conceitos fundamentais da teoria da contabilidade.

Iudícibus (2000, p. 28) afirma que “O objetivo principal da Contabilidade (e dos relatórios dela emanados) é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões e realizar seus julgamentos com segurança [...]”. Hendriksen e Van Breda (1999, p.89) explicitam que “O principal objetivo da divulgação de informações financeiras é apoiar os acionistas e outros indivíduos na tomada de decisões financeiras, ajudando-os a prever os fluxos de caixa da empresa”.

Martins (1992) afirma que a Contabilidade Financeira é voltada para a elaboração de demonstrações cujos principais usuários são aqueles externos à empresa: sócios ou acionistas não-controladores; fornecedores de bens, serviços e crédito; clientes; fisco; funcionários e sindicatos; investidores e agentes reguladores. Tais demonstrações se preocupam com o patrimônio global da empresa, sua classificação, avaliação e mutação.

Portanto, de acordo com essas definições, entende-se que a Contabilidade Financeira deve permitir a seus usuários, principalmente aos externos, a avaliação da situação econômico-financeira presente e futura da entidade, com base na análise de demonstrações elaboradas e divulgadas de acordo com os princípios contábeis.

Apesar dessa clara definição acerca do objetivo da contabilidade, ressalta-se que não existe uma única teoria geral da contabilidade, conforme afirmam Hendriksen e Van Breda (1999, p.32):

[...] a teoria da Contabilidade pode ser definida como um conjunto coerente de princípios hipotéticos, conceituais e pragmáticos que formam um quadro geral de referência para a investigação da natureza da Contabilidade [...] embora uma única teoria geral da contabilidade possa ser desejável, a contabilidade, como ciência, ainda se encontra num estágio demasiadamente primitivo para que tal ocorra. O máximo que pode ser conseguido, nesse estágio de desenvolvimento é um conjunto de teorias (modelos) e subteorias complementares ou concorrentes.

Dessa forma, no caso das Ciências Contábeis, têm-se algumas teorias e diversas plataformas teóricas nas quais os estudos empíricos podem se apoiar.

Segundo Gabriel *et al.* (2009), a plataforma teórica constitui o campo de princípios, categorias, conceitos, definições, constructos e explicações, dentro do qual o trabalho se fundamenta e se desenvolve. Baseando-se nas linhas de pesquisa propostas, em 2001, pelo *Journal of Accounting and Economics* e por Iudícibus e Lopes (2004), os autores identificaram “Teoria dos Contratos e Governança” como uma das possíveis plataformas teóricas nas pesquisas em contabilidade. Essa plataforma baseia-se na teoria da firma e no problema de agência, conforme apresentado anteriormente.

Beaver (1998), Bushman e Smith (2001), Sloan (2001), Bushman e Smith (2003) e Lopes e Martins (2007) fortalecem essa constatação.

Segundo Beaver (1998, p.5), a informação financeira possui dois papéis: facilitar a seleção de investimentos e o alinhamento de interesses entre executivos e investidores submetidos a um conflito agente-principal. Bushman e Smith (2003) afirmam que a informação contábil pode afetar o desempenho econômico das firmas por meio de três canais: (i) seleção de projetos por parte de gestores e investidores; (ii) disciplina e monitoramento dos gestores; e (iii) redução na assimetria de informação.

Sloan (2001, p. 336) explica que a contabilidade proporciona aos investidores (i.e. fornecedores de capital) uma fonte de informações primária e independente acerca do desempenho dos executivos. Lopes e Martins (2007, p. 32) corroboram essa visão ao afirmar que “[...] a publicação de demonstrações auditadas é exemplo inequívoco de que a informação contábil funciona como redutora de assimetria informacional”.

De acordo com esses conceitos, os investidores não possuem o mesmo nível de informação que os executivos e, dessa forma, necessitam de instrumentos independentes para avaliar a real situação da empresa. Nesses casos, a informação contábil é tratada como um mecanismo de governança corporativa que minimiza custos de agência.

Entretanto, conforme ressalta Lee (2006, p.11), se, por um lado, a informação contábil minimiza custos incorridos para alinhar os interesses do principal (investidores) aos do agente (executivos), por outro, as escolhas que influenciam as saídas do sistema contábil podem decorrer de motivações específicas de contadores e executivos, deixando de se alinhar aos interesses dos investidores. Portanto, em tese, os mecanismos de governança corporativa também podem ajudar a limitar e explicar parte das escolhas relacionadas à identificação, à mensuração e à divulgação de eventos econômico-financeiros, influenciando a qualidade da informação contábil produzida pela firma e divulgada aos investidores e demais *stakeholders*.

Diferentemente da visão anterior que trata a informação contábil como um mecanismo de governança, nesse caso a informação contábil é influenciada pela estrutura de governança corporativa da firma, conforme sugerido por Cohen *et al.* (2004). Segundo os autores, uma das funções mais importantes da governança corporativa é assegurar a qualidade no processo de elaboração e divulgação dos relatórios contábeis, por meio da interação de agentes internos (executivos, conselheiros, auditores, etc.) e externos à firma (legisladores, reguladores, acionistas, etc.).

A Figura 1 ilustra o quadro teórico proposto por Cohen *et al.* (2004), o qual sugere a existência de uma relação positiva entre a adesão às práticas recomendadas de governança corporativa e a qualidade da informação contábil.

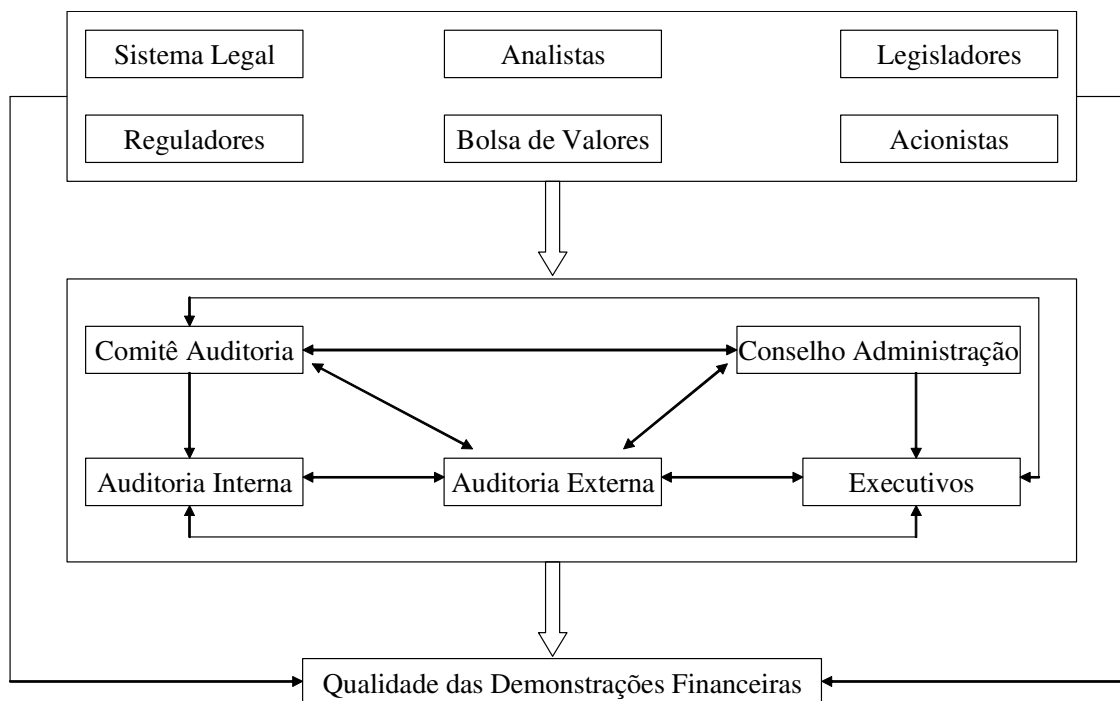


Figura 1 – Governança corporativa e qualidade das demonstrações financeiras

Fonte: Adaptado de Cohen *et al.* (2004, anexo, p.1)

De acordo com essa construção, pode-se afirmar que a relação teórica esperada entre a estrutura de governança da firma e a qualidade da informação contábil seja positiva, sendo esta última influenciada pela primeira. Segundo Francis *et al.* (2006, p. 33-34), de fato, a qualidade da informação contábil pode ser tratada como uma variável dependente da estrutura de governança corporativa. Entretanto, os autores ressaltam que a estrutura de governança da firma também pode ser função da qualidade da informação contábil.

Essa interpretação traz implicações significativas para o delineamento metodológico da pesquisa, pois, caso não haja um tratamento econométrico adequado para um problema endógeno, ou seja, da simultaneidade da relação entre as variáveis estudadas, a decisão acerca da validação ou rejeição da hipótese formulada poderá ser enviesada e inconsistente⁴.

⁴ A seção 3.5 apresenta a forma de tratamento para esse e outros tipos de problemas, normalmente negligenciados pelos pesquisadores da área, principalmente no Brasil.

Diante do exposto, a Figura 2 apresenta um resumo da fundamentação teórica adotada para formulação da hipótese da pesquisa.

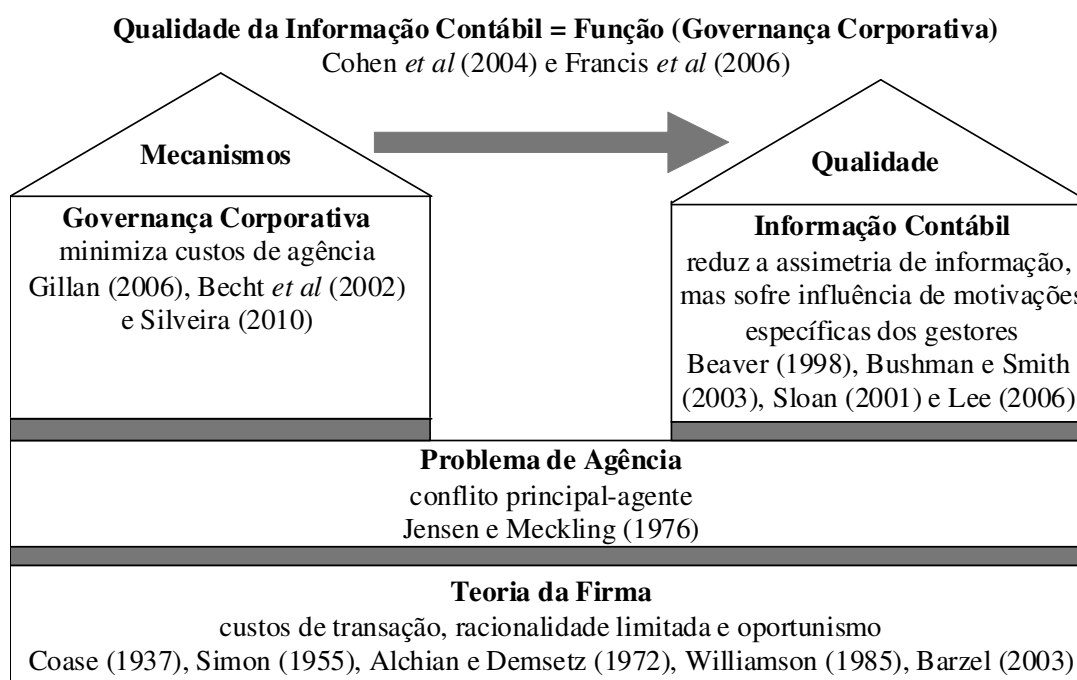


Figura 2 – Resumo da fundamentação teórica adotada para formulação da hipótese da pesquisa

Em resumo, a teoria da firma é o alicerce conceitual no qual se estabelecem as pesquisas que tratam do problema de agência. Neste trabalho, o problema abordado é entre investidores (principal) e executivos (agentes). De uma maneira geral, os mecanismos de governança corporativa são essenciais para minimizar o oportunismo do gestor, que não necessariamente age de acordo com os melhores interesses dos acionistas. Nesse mesmo sentido, a informação contábil também minimiza custos de agência, na medida em que reduz a assimetria de informação entre investidores e executivos. Mas, se, por um lado, a informação contábil funciona como um mecanismo de governança corporativa, por outro, essa mesma informação pode ser influenciada por motivações específicas dos executivos, deixando de se alinhar aos interesses dos investidores. Portanto, em tese, os diversos mecanismos de governança corporativa devem influenciar positivamente a qualidade da informação contábil.

Diante desse quadro teórico, formulou-se a hipótese de que quanto maior o nível de governança corporativa da firma (i.e. maior a adesão às práticas recomendadas de governança corporativa), maior a qualidade da informação contábil.

A Figura 3 ilustra graficamente a hipótese da pesquisa.

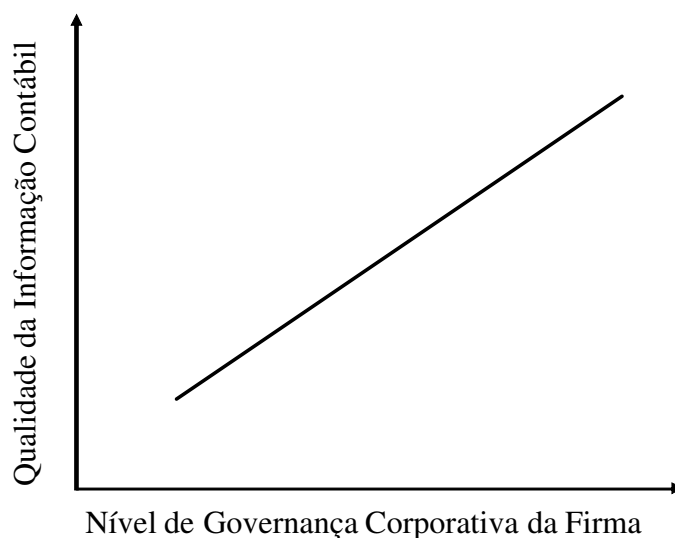


Figura 3 – Representação gráfica da hipótese da pesquisa

Embora teoricamente essa hipótese seja aparentemente óbvia, as evidências empíricas ainda não são conclusivas. Isso se deve, em parte, a dois fatores: i) à ausência de métricas consensuais para representar os constructos governança corporativa e qualidade da informação contábil; e (ii) à falta de tratamento estatístico adequado às fontes de endogeneidade, principalmente à simultaneidade entre as variáveis, o que torna os coeficientes estimados dos modelos empíricos viesados e inconsistentes.

A maioria dos estudos empíricos dessa linha de pesquisa adota os modelos de “*earnings quality*” (qualidade do lucro) como *proxy* para a qualidade da informação contábil. Dessa forma, para possibilitar uma leitura mais clara acerca dessas evidências, a seção seguinte apresenta suas formulações principais.

Ressalta-se, entretanto, que diferentemente dos modelos de qualidade do lucro já existentes, a construção de um índice possibilita um controle mais adequado do problema da simultaneidade entre o nível de governança corporativa da firma e a qualidade da informação contábil, conforme será demonstrado ao longo do trabalho.

2.5 Modelos empíricos de qualidade do lucro

Na seção anterior, discorreu-se sobre a relação entre governança corporativa e o papel da informação contábil. Segundo Beaver (1998, p.31-32), a literatura econômica trata essa relação dentro do contexto do problema de agência, que é consistente com a posição emanada, nas décadas de 70 e 80, pelo *Financial Accounting Standards Board (FASB)* acerca do papel da informação contábil como parte de uma abordagem voltada ao investidor.

Hendriksen e Van Breda (1999, p.94) explicam que, para o FASB, a divulgação financeira deve ser útil principalmente para o pequeno investidor. De acordo com essa visão, o conceito de utilidade deve estar relacionado às propriedades ou às características qualitativas da informação contábil⁵.

Segundo Francis *et al.* (2006, p.9), “Pesquisadores da área contábil ainda não conseguiram criar uma única medida que contenha as características qualitativas da informação contábil de acordo com a estrutura conceitual do FASB”⁶.

Apesar dessa limitação, existem diferentes constructos para mensurar a qualidade do lucro, tais como: “*value relevance*” (a relevância do lucro contábil para explicar o preço de ações); oportunidade, conservadorismo, qualidade dos “*accruals*” (diferenças entre o lucro contábil e o fluxo de caixa), persistência, poder preditivo, dentre outros. Praticamente a totalidade das pesquisas empíricas internacionais e nacionais adota essas métricas.

Baseando-se no objetivo das demonstrações contábeis, Dechow e Schrand (2004, p.2) conceituam que o lucro com qualidade superior é aquele que reflete o desempenho presente, sendo um bom indicador para estimar o desempenho futuro e uma medida útil para avaliar o valor da firma. Francis *et al.* (2006, p. 3) afirmam que essa definição, baseada no conceito de lucro permanente, pode ser complementada por outros constructos de acordo com o tipo de informação nos quais os mesmos se baseiam: informação contábil ou de mercado.

⁵ Essa estrutura conceitual está explicitada na seção 3.3.1.

⁶ “*Accounting researchers have not been able to devise a single measure that captures the qualitative characteristics of the FASB’s conceptual framework*”.

As principais métricas de “*earnings quality*” (qualidade do lucro) apresentadas por Francis *et al.* (2006) são resumidas a seguir. Dada a delimitação deste trabalho, não são apresentados todos os passos de cada modelo, mas sim o racional fundamental relacionado a cada um deles:

- Qualidade dos *accruals*: medida baseada na idéia de que o lucro que se aproxima mais do fluxo de caixa tem qualidade superior. O modelo baseado em Dechow e Dichev (2002) relaciona o *accrual* de um ano com o fluxo de caixa do mesmo ano, fluxo de caixa defasado em um período e fluxo de caixa futuro, conforme 2.1:

$$\frac{TA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \varphi_{0,j} + \varphi_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t} \quad (2.1)$$

Em que, $TA_{j,t}$ é o *accrual* total da firma j no ano t , $Assets_{j,t}$ é a média do ativo da firma j entre o ano t e $t-1$ e CFO é igual ao fluxo de caixa das operações.

- *Accruals* discricionários: *accruals* que não são bem explicados pelos fundamentos contábeis, como ativo permanente (*PPE*) e variação das receitas (ΔRev), representam uma medida inversa da qualidade do lucro. Normalmente é utilizada alguma versão modificada de Jones (1991), conforme 2.2:

$$\frac{TA_{j,t}}{Asset_{j,t-1}} = \kappa_1 \frac{1}{Asset_{j,t-1}} + \kappa_2 \frac{\Delta Rev_{j,t}}{Asset_{j,t-1}} + \kappa_3 \frac{PPE_{j,t}}{Asset_{j,t-1}} + \varepsilon_{j,t} \quad (2.2)$$

Os parâmetros obtidos em 2.2 são utilizados para estimar os *accruals* normais, que também considera a variação em contas a receber, para posteriormente calcular o *accrual* anormal.

- Persistência: lucros persistentes são considerados como lucros de qualidade superior. A medida de persistência é obtida por meio da estimação do parâmetro $\phi_{1,j}$ em um modelo de séries temporais auto-regressivo de ordem 1 (AR1), conforme 2.3:

$$X_{j,t} = \phi_{0,j} + \phi_{1,j} X_{j,t-1} + v_{j,t} \quad (2.3)$$

Em que, X é o lucro líquido por ação sem considerar os resultados extraordinários.

- Poder preditivo: um lucro que tende a se repetir tem qualidade superior, ou seja, é a capacidade do lucro de prever ele mesmo. Uma medida comum de poder preditivo do lucro é a raiz quadrada da variância do erro da equação 2.3: $\sqrt{\sigma^2(\hat{\nu}_j)}$. Altos (baixos) valores dessa medida implicam baixa (alta) qualidade do lucro.
- *Value relevance*: capacidade de uma ou mais variáveis contábeis para explicar o retorno da ação da firma. Lucros com alto poder de explicação têm qualidade superior. Como medida, tem-se o R^2 ajustado da equação 2.4:

$$RET_{j,t} = \delta_{0,j} + \delta_{1,j} EARN_{j,t} + \delta_{2,j} \Delta EARN_{j,t} + \zeta_{j,t} \quad (2.4)$$

Em que RET representa uma determinada janela de retornos após a publicação das demonstrações contábeis e $EARN$ é o lucro líquido antes dos resultados extraordinários.

- Poder informativo: representa o poder informativo do lucro contábil para explicar a variação do retorno da ação. O *Earnings Response Coefficient (ERC)* é o coeficiente estimado do nível ($\delta_{1,j}$) ou o coeficiente estimado da diferença ($\delta_{2,j}$) do lucro líquido antes dos resultados extraordinários em uma regressão de acordo com 2.4.
- Oportunidade: captura a capacidade do lucro em refletir “boas e más notícias” que estão incorporadas no retorno da ação. Essa medida é similar àquela do *value relevance* e compreende o R^2 ajustado da regressão da variável dependente lucro contra as variáveis independentes de retornos, conforme demonstrado na equação 2.5:

$$EARN_{j,t} = \alpha_{0,j} + \alpha_{1,j} NEG_{j,t} + \beta_{1,j} RET_{j,t} + \beta_{2,j} NEG_{j,t} \cdot RET_{j,t} + \zeta_{j,t} \quad (2.5)$$

Em que $NEG_{j,t} = 1$ se $RET_{j,t} < 0$ e 0, caso contrário.

- Conservadorismo: baseando-se em Basu (1997), Ball *et al.* (2000) definiram conservadorismo como a diferença na capacidade do lucro em refletir perdas econômicas (mensuradas como retorno negativo da ação) *versus* ganhos econômicos (retorno positivo). De acordo com a equação 2.5, caso o lucro contábil seja conservador, o coeficiente $\beta_{2,j}$ deve ser estatisticamente mais significativo que $\beta_{1,j}$.

Apesar da contribuição dessas métricas de qualidade do lucro para o desenvolvimento de pesquisas empíricas, Francis *et al.* (2006, p.14) ressaltam que essas medidas são normalmente utilizadas como *proxy* da qualidade da informação contábil simplesmente porque é mais fácil de observar as primeiras do que a última.

Para o pesquisador que for utilizar alguma dessas medidas, recomenda-se a leitura dos trabalhos recentes de Dechow *et al.* (2010) e DeFond (2010). Segundo os autores, ainda não existe uma conclusão acerca da validade dos conceitos e das métricas de qualidade do lucro.

Além disso, de acordo com Dechow e Schrand (2004, p. 124), o lucro não é o único canal disponível para a divulgação do desempenho das firmas.

Portanto, ao considerar que as pesquisas em contabilidade não devam se restringir apenas às medidas já existentes de qualidade do lucro, conclui-se que existe a possibilidade de construção de um índice mais amplo, tal como será proposto neste trabalho. Previamente à apresentação dessa contribuição, na seção seguinte discutem-se as principais evidências empíricas internacionais e nacionais que tratam da relação entre governança corporativa e qualidade da informação contábil.

2.6 Evidências da relação entre informação contábil e governança corporativa

Bushman e Smith (2001) revisaram as pesquisas que tratam do papel da informação contábil como mecanismo de governança, principalmente no que se referem aos planos de remuneração de executivos. A análise da revisão do trabalho de Bushman e Smith (2001) feita por Sloan (2001) resalta a baixa contribuição dos pesquisadores da área contábil, prevalecendo aqueles das áreas de economia e finanças. O autor também destaca que esse tipo de pesquisa não deve se restringir aos planos de remuneração de executivos, mas também deve incorporar trabalhos de acordo com a perspectiva da teoria dos contratos.

Recentemente, Armstrong *et al.* (2010, p. 228) atualizaram esses trabalhos e, dentre outros pontos, concluíram que novas pesquisas são necessárias para melhor identificar a direção da relação causal entre a governança corporativa e os atributos da informação contábil. Os autores ressaltam que essa é uma tarefa difícil, dada a relação endógena entre essas variáveis. Brickley e Zimmerman (2010) criticaram o trabalho de Armstrong *et al.* (2010), apontando alguns mitos que permeiam as pesquisas em governança corporativa.

Obviamente o campo de pesquisa em governança corporativa é bastante amplo. Dessa forma, resultados de importantes trabalhos que não relacionaram a questão da informação contábil com governança corporativa não serão mencionados nesta seção, dado o escopo da tese⁷.

O trabalho de Denis e McConnell (2003) divide as pesquisas em governança corporativa em duas gerações. As pesquisas da primeira geração buscam responder como um determinado mecanismo de governança influencia o desempenho, o valor da empresa e as decisões corporativas. As principais relações estudadas em cada país, de forma isolada, são: características do conselho de administração, remuneração de executivos, estrutura de propriedade, mercado de aquisição e tomada de controle.

Como a primeira geração de trabalhos encontrou resultados divergentes entre países distintos, a segunda geração passou a estudar essas relações em vários países de forma integrada. A partir do trabalho de La Porta *et al.* (1998), buscou-se avaliar o impacto de diferentes sistemas legais sobre a estrutura e a eficácia da governança corporativa em diferentes países sob duas perspectivas: sistema legal e crescimento econômico; e benefícios privados de controle.

Contudo, a incorporação da influência dos diferentes sistemas legais e do nível de proteção ao investidor não resolveu a questão da endogeneidade e da causalidade reversa entre desempenho e governança. Assim, foi necessário considerar uma terceira geração, conforme exposto por Silveira *et al.* (2008), cujos trabalhos passaram a utilizar sistemas de equações simultâneas e índices de governança a fim de minimizar essas limitações.

⁷ Apesar dessa delimitação, recomenda-se aos pesquisadores que estão iniciando suas pesquisas na área, a leitura das obras de Bushman e Smith (2001), Denis e McConnell (2003), Bøhren e Ødegaard (2003), Leal (2004), Silveira (2010, p. 113-139) e Armstrong *et al.* (2010).

Alguns avanços estatísticos contribuíram para a evolução das pesquisas da área como a utilização de dados em painel com efeitos fixos e, principalmente, a aplicação de sistemas de equações simultâneas (caracterizando boa parte das contribuições dessa geração de pesquisas). Mas, segundo Bøhren e Ødegaard (2003), até a teoria sobre governança estar desenvolvida para melhor especificar a endogeneidade de seus mecanismos, os modelos da terceira geração podem se mostrar inferiores aos da primeira, que utilizam equações isoladas.

Além disso, apesar de várias pesquisas sobre governança corporativa fazerem uso de indicadores contábeis em suas investigações empíricas, ainda há pouca discussão sobre como a governança corporativa impacta a contabilidade e vice-versa.

A seguir, são apresentados os resultados dos principais trabalhos empíricos no âmbito internacional e nacional que tratam da relação entre algum mecanismo de governança e a qualidade da informação contábil.

2.6.1 Evidências empíricas internacionais

Nobes (1998) desenvolveu um modelo para explicar as diferenças internacionais na contabilidade entre países, utilizando duas variáveis: o poder do mercado de capitais e o grau da cultura dominante no país. O autor propôs duas classes distintas: (i) países com forte presença de capital estrangeiro e contabilidade focada nos acionistas; e (ii) países com baixa participação de capital estrangeiro e contabilidade focada nos credores e fisco.

Conforme explicado anteriormente, as características qualitativas da informação contábil decorrem de uma estrutura na qual um dos principais usuários da informação contábil é o investidor (acionista) e, portanto, esse modelo pode ser útil na explicação de diferenças acerca da qualidade da informação contábil observada em países distintos, uma vez que em alguns países a contabilidade pode estar focada nos credores e fisco e não no acionista.

Dentre os trabalhos que tratam da relação entre os padrões contábeis internacionais e governança corporativa, destacam-se os artigos de Ball *et al.* (2003), Holthausen (2003) e Barth *et al.* (2006).

Ball *et al.* (2003) analisaram a qualidade das informações reportadas, durante 1984-1996, nas demonstrações contábeis de quatro países asiáticos: Hong Kong, Malásia, Singapura e Tailândia. O constructo de qualidade adotado foi a incorporação oportuna de perdas econômicas no resultado contábil. As evidências apontaram que a demanda por uma informação contábil com qualidade superior é maior em países com uma visão orientada para o mercado e menor nos países com maior presença do governo e das famílias nas empresas. Esses resultados são consistentes com a hipótese de que além de normas contábeis de alta qualidade, outros aspectos afetam a elaboração de demonstrações contábeis: incentivos dos contadores e auditores, mecanismos de *enforcement* e estrutura de propriedade.

Mesmo reconhecendo a importância da estrutura institucional no processo de elaboração das demonstrações contábeis, Holthausen (2003) criticou dois aspectos presentes no trabalho de Ball *et al.* (2003): a métrica de qualidade da informação contábil adotada e a consideração de normas contábeis oriundas dos E.U.A. e do Reino Unido como sinônimo de alta qualidade. Portanto, esses resultados devem ser analisados com cautela.

Barth *et al.* (2006) analisaram a qualidade da informação contábil por meio da comparação de diferentes medidas entre firmas que aplicam os *International Accounting Standards* (IAS) e firmas que seguem os US GAAP. A hipótese testada foi a de que firmas com lucros de alta qualidade apresentam menor gerenciamento de resultados, reconhecimento mais oportuno de perdas econômicas e nível de *value relevance* mais alto. Os autores identificaram que as firmas que adotaram os padrões do IAS apresentaram uma qualidade da informação contábil inferior nos atributos: suavização de lucros, correlação entre os *accruals* e o fluxo de caixa, reconhecimento oportuno de perdas e associação entre resultado contábil e preços das ações. Apesar dessa constatação, os autores ressaltam que o resultado contábil, de acordo com o IAS, de empresas não americanas que possuem listagem cruzada nos E.U.A. possui qualidade similar ao resultado reconciliado pelos US GAAP.

Além dessas evidências, existem outras pesquisas que abordam os efeitos dos mecanismos de governança sobre alguma medida específica de qualidade do lucro. Normalmente, as principais medidas usadas para mensurar a qualidade da informação contábil são: gerenciamento de resultados (*accruals*), oportunidade e conservadorismo.

Chtourou *et al.* (2001) examinaram a relação entre *accruals* discricionários e as características do comitê de auditoria e do conselho de administração para uma amostra de firmas americanas durante o ano de 1996. Essa amostra foi dividida em dois grupos: um com nível alto e outro com nível baixo de *accruals* discricionários. De uma maneira geral, a efetividade do comitê de auditoria e do conselho de administração está associada a um menor nível de gerenciamento de resultados.

Xie *et al.* (2003) evidenciam que menores níveis de *accruals* discricionários estão associados a firmas nas quais o conselho de administração e o comitê de auditoria possuem membros *experts* em finanças. Além disso, a frequência das reuniões do conselho e do comitê de auditoria também está associada a um nível reduzido de *accruals* discricionários.

Leuz *et al.* (2003) examinaram o gerenciamento de resultados em 31 países, entre 1990 e 1999. Os autores utilizaram regressões com dados em painel e documentaram diferenças sistemáticas de gerenciamento em grupos distintos de países. Concluiu-se que o gerenciamento de resultados é negativamente relacionado com a proteção legal ao investidor.

Wright *et al.* (2006) ampliaram o trabalho de Leuz *et al.* (2003), ao examinarem a incidência de gerenciamento em países nos quais o nível de proteção legal ao investidor é alto. Por meio de uma amostra de firmas no Reino Unido e nos Estados Unidos que estiveram envolvidas em *management buyouts*⁸ verificou-se que os executivos dos dois países gerenciam resultados antes dessa aquisição.

Verdi (2006) investigou a relação entre qualidade das demonstrações financeiras e eficiência de investimentos para uma amostra de 49.543 firmas, analisada entre 1980 e 2003. Por meio do desenvolvimento de uma *proxy* para capturar o constructo eficiência de investimentos, da utilização do modelo de *accruals* discricionários e de regressões com dados em painel, identificou-se que a qualidade das demonstrações contábeis está negativamente associada com “sub e superinvestimentos”, sugerindo que uma informação contábil de boa qualidade mitiga os problemas de seleção adversa e de agência.

⁸ Aquisição de ações pelos administradores em uma situação de conflito.

Ahmed e Duellman (2007) analisaram as características do conselho de administração em relação ao conservadorismo. Os autores usaram três diferentes medidas de conservadorismo e detectaram que: o percentual de conselheiros internos é negativamente relacionado com o conservadorismo; e que o percentual de diretores externos é positivamente relacionado com o conservadorismo. Concluiu-se que o conservadorismo contábil ajuda os conselheiros na redução dos custos de agência das firmas.

Barua (2005) buscou o desenvolvimento de uma medida para a qualidade da informação contábil baseada na estrutura conceitual do FASB. Entretanto, em termos operacionais, a forma que o autor utilizou para construir essa medida está fortemente baseada nas métricas convencionais já utilizadas em outras pesquisas, conforme aqui relatado.

Segundo Larcker *et al.* (2007), as pesquisas empíricas que examinam a associação entre métricas de governança corporativa e variáveis contábeis ainda não produziram um conjunto consistente de resultados. Esse problema advém da dificuldade em gerar resultados confiáveis e validar a mensuração do complexo constructo “governança corporativa”. Além disso, conforme discutido anteriormente, existem dificuldades inerentes às *proxies* adotadas para representar a qualidade da informação contábil.

Mesmo com a ressalva feita por Larcker *et al.* (2007), de uma maneira geral, as evidências internacionais sugerem que existe uma relação positiva entre a adoção de diferentes mecanismos de governança corporativa e a qualidade da informação contábil, aproximada por alguma medida de qualidade do lucro, tal como afirmam Dechow e Schrand (2004, p.124).

Por fim, conforme ressaltado por Francis *et al.* (2006, p.33) e Armstrong *et al.* (2010, p. 228), observou-se que, em alguns casos, a estrutura de governança é fator determinante da qualidade do lucro, mas que, em outros, a estrutura de governança é influenciada por essa qualidade. Independentemente da certeza acerca da direção dessa relação, o pesquisador deve considerar a simultaneidade entre essas variáveis como um problema potencial, o qual deve ser controlado por meio de procedimentos metodológicos adequados.

2.6.2 Evidências empíricas nacionais

Buscando a identificação de práticas de governança das empresas listadas na BMF&Bovespa, Black *et al.* (2009) conduziram um levantamento com parte dessas empresas durante o ano de 2005. Mesmo com uma amostra pequena (88 empresas responderam ao levantamento), as evidências apontaram fragilidade nos mecanismos de governança relacionados à área contábil, como divulgação insuficiente das demonstrações contábeis e pouca presença do comitê de auditoria, diferentemente dos padrões observados em países desenvolvidos.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2009, p.167), pesquisas recentes, como a de Lopes e Walker (2008) e Almeida *et al.* (2009), têm evidenciado que as características da informação contábil melhoram à medida que a estrutura de governança das firmas se aprimora. Mas, por outro lado, também existem evidências, como as obtidas por Cardoso *et al.* (2008), de que os níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa não causam impacto na manipulação da informação contábil no Brasil.

Almeida *et al.* (2009) avaliaram o impacto da interação do lucro contábil com os níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa e a negociação de *American Depositary Receipts* (ADRs) no índice “*market-to-book*” (preço-valor patrimonial da ação). A amostra foi composta por 231 companhias no período 2000-2006. Os resultados, obtidos pela estimação de regressões por *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Painel por Efeitos Aleatórios e por Efeitos Fixos, indicam que a listagem em níveis diferenciados da BMF&Bovespa melhora o conteúdo informativo do lucro contábil. Já a listagem cruzada, por meio da negociação de ADRs, não se mostrou significativa.

Cardoso *et al.* (2008) também verificaram se a listagem em níveis diferenciados de governança corporativa na BMF&Bovespa está associada a uma qualidade da informação contábil superior. Entretanto, diferentemente de Almeida *et al.* (2009), os autores utilizaram como *proxy* para a qualidade da informação contábil a medida de *accruals* discricionários, baseada em Jones (1991). Os resultados, obtidos para uma amostra com 1.791 observações no período 1997-2004, demonstraram que não há diferença estatisticamente significativa entre o nível de *accruals* discricionários entre firmas listadas e não listadas nos níveis diferenciados da Bolsa.

Dentre os trabalhos que adotaram o conservadorismo para mensurar a qualidade da informação contábil, destacam-se os estudos de Coelho e Lima (2007) e Antunes *et al.* (2010). Este último além de utilizar o conservadorismo, também considerou a oportunidade e a relevância como medidas de qualidade. De uma maneira geral, os resultados apontam que a adesão das empresas a níveis diferenciados de governança corporativa não implicaram necessariamente uma melhora na qualidade da informação contábil.

Coelho *et al.* (2010) buscaram identificar os determinantes da qualidade do lucro de empresas de capital aberto e de empresas privadas durante 1995-2006. Como medida de qualidade, adotou-se o reconhecimento oportuno de perdas econômicas. Apesar do impacto significativo da emissão de dívidas e *covenants*, as evidências indicaram um nível similar de qualidade.

Deve-se ressaltar que, no Brasil, é comum utilizar a adoção aos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa (i.e. Nível I, II e Novo Mercado) como *proxy* para a estrutura de governança das empresas listadas na BMF&Bovespa. Entretanto, essa não é a única maneira para representar o constructo governança corporativa em pesquisas empíricas.

A partir do trabalho de La Porta *et al.* (1998)⁹, Leal e Carvalhal da Silva (2007) criaram um índice de governança corporativa baseado em informações obtidas direta e objetivamente de relatórios exigidos pela CVM, de relatórios anuais e de informações provenientes do sítio na internet de cada empresa analisada. As questões formuladas, de forma pioneira no Brasil pelos autores, foram baseadas nos códigos de melhores práticas de governança do IBGC, da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) e da CVM. O índice foi composto por 24 questões do tipo “sim” ou “não”, sendo que a resposta “sim” representava uma boa prática de governança, com atribuição de um ponto, e a resposta “não” indicava a ausência de uma boa prática, com o valor respectivo zero. Essas questões também foram agrupadas nas seguintes dimensões: divulgação; composição e funcionamento do conselho de administração; ética e conflitos de interesse; e proteção dos acionistas. O índice final representava a soma da pontuação obtida por cada empresa.

⁹ Além do trabalho de La Porta *et al.* (1998), outros estudos utilizaram índices para capturar práticas de governança corporativa e, em alguns deles, também aspectos relacionados à divulgação de informações contábeis. Para fins de comparação, recomenda-se a leitura do trabalho de Bellovary *et al.* (2005).

Por meio da aplicação de regressões múltiplas e de equações simultâneas, para o universo de empresas listadas na Bovespa nos anos de 1998, 2000 e 2002, Leal e Carvalho da Silva (2007) concluíram que boas práticas de governança estão associadas a um maior valor de mercado e a um menor custo de capital. Dentre as dimensões que compõem o índice de governança, destaca-se aquela denominada divulgação, que contém perguntas relacionadas à qualidade da informação contábil.

Seguindo essa linha de evolução, Lopes e Walker (2008) aperfeiçoaram o trabalho de Ball *et al.* (2003) e investigaram a seguinte questão de pesquisa proposta por Holthausen (2003): qual é a importância dos incentivos no nível das firmas na configuração das propriedades (i.e. qualidade) das demonstrações contábeis? Como métrica de governança, utilizou-se o Índice de Governança Corporativa Brasileira (BCGI), criado originalmente por Leal e Carvalho da Silva (2007). Nesse caso, o índice foi formado a partir de respostas binárias de quinze questões distribuídas em quatro componentes: divulgação, composição do conselho, estrutura de propriedade e proteção ao investidor. Os dados foram coletados junto às companhias brasileiras listadas, nos anos de 1998, 2000, 2002 e 2004. Os primeiros resultados do trabalho apontaram que a listagem cruzada, as oportunidades de crescimento, tamanho da firma e razão entre valor de mercado e contábil são positivamente relacionados com o BCGI, ou seja, essas variações podem ser explicadas, em parte, por variáveis específicas das firmas.

Em um segundo momento, Lopes e Walker (2008) investigaram se os incentivos no nível das firmas têm papel significativo nas configurações das propriedades das demonstrações contábeis. Para a investigação empírica, os autores utilizaram uma série de regressões com dados em painel, considerando o arranjo do nível de governança corporativa das firmas (BCGI) e quatro propriedades do lucro para representar a qualidade da informação contábil: *value relevance*, conservadorismo, oportunidade e gerenciamento de resultados. Os resultados dos testes empíricos sugerem que boas práticas de governança e listagem cruzada têm um efeito de primeira ordem no conteúdo informativo das demonstrações contábeis. Os autores concluíram que a qualidade da informação contábil contida no lucro das empresas brasileiras com boas práticas de governança corporativa é similar àquela das empresas pertencentes a países desenvolvidos. Dentre as dimensões do BCGI elaborado, a proteção ao investidor apresentou maior importância relativa. Como teste de robustez, destaca-se a consideração da reavaliação de ativos para confirmar esses achados.

Diferentemente do uso de índices para capturar a governança corporativa das firmas, ainda não foi desenvolvido no Brasil um índice para mensurar a qualidade da informação contábil em sentido amplo. Apesar dessa lacuna, alguns índices foram desenvolvidos em trabalhos que analisaram a relação entre divulgação voluntária e custo de capital. Dentre eles, destacam-se as pesquisas de Lopes e Alencar (2010) e Lima (2009). Já Murcia e Santos (2009) criaram um índice de *disclosure* voluntário a fim de identificar seus possíveis determinantes.

Lopes e Alencar (2010) construíram um Índice de Divulgação Brasileiro (IDB), baseado em seis componentes cruzados e 47 atributos. Esse índice foi aplicado às 50 firmas com ações negociadas de maior liquidez na Bovespa, nos períodos de 1998 a 2005. Os autores investigaram a hipótese de que, em ambientes com baixos níveis de divulgação, a variação entre práticas adotadas pelas firmas será maior que nos E.U.A. e, conseqüentemente, os efeitos da divulgação voluntária serão maiores. Concluiu-se que a divulgação está associada com o custo de capital *ex-ante* dessas empresas. Esses resultados são mais significativos para as firmas com menor cobertura de analistas e estrutura de propriedade menos concentrada.

Lima (2009) elaborou um índice, baseado em 53 questões, para representar o nível de evidenciação de 23 companhias abertas entre 2000 e 2004. Os resultados obtidos, por meio da aplicação do método dos mínimos quadrados generalizados, efeito *pooling*, apontaram que o nível de divulgação voluntária possui relação inversa com o custo de capital de terceiros.

Murcia e Santos (2009) construíram um índice de *disclosure* voluntário para uma amostra de 100 empresas não financeiras listadas em bolsa para o ano de 2007. Os resultados obtidos indicaram que empresas grandes e com melhores práticas de governança corporativa possuem maiores níveis de *disclosure* voluntário.

De uma maneira geral, tal como observado no conjunto das evidências empíricas internacionais, ainda não existe um consenso na literatura nacional sobre os efeitos da adoção de diferentes mecanismos de governança corporativa na qualidade da informação contábil. Além disso, esses resultados devem ser analisados com cautela, dada a presença de potenciais problemas endógenos: apesar de muitos trabalhos terem apresentados resultados robustos, principalmente em relação à heterocedasticidade, esse cuidado não se mostrou frequente em relação ao problema da simultaneidade entre as variáveis estudadas.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este capítulo apresenta a descrição da metodologia empregada para construção do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC) e para responder, por meio de evidências empíricas, à questão da pesquisa. Descrevem-se o método, a especificação do modelo adotado para análise dos dados, a definição das variáveis, os critérios de seleção da amostra e, por fim, as principais limitações da pesquisa e suas respectivas formas de mitigação.

3.1 Método de pesquisa

Marconi e Lakatos (2000, p.46) explicam que o método pode ser entendido como um conjunto de atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, possibilita o alcance do objetivo da pesquisa. Ribeiro da Silva (2003, p. 39) caracteriza o método como as etapas dispostas ordenadamente para investigação da verdade, no estudo de uma ciência para atingir determinada finalidade.

Considerando a natureza e os objetivos deste trabalho, adotou-se o método estatístico. Martins e Theóphilo (2009, p. 108) definem que “Sinteticamente, estatística é a ciência dos dados – uma ciência para o produtor e o consumidor de informações numéricas. Ela envolve coleta, classificação, sumarização, organização, análise e interpretação de dados”. Marconi e Lakatos (2000, p.93) complementam essa definição ao afirmarem que “[...] a estatística pode ser considerada mais do que apenas um meio de descrição racional; é, também, um método de experimentação e prova, pois é método de análise”.

Deve-se ressaltar que o método normalmente está inserido dentro de uma abordagem de pesquisa específica. Neste trabalho adotou-se a abordagem empírico-analítica. Segundo Martins (2000, p.26), a abordagem empírico-analítica tem forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. De acordo com esse tipo de abordagem, a validação da prova científica ocorre por meio da sistematização de variáveis, de testes estatísticos (testes de hipóteses) e da análise de seus respectivos graus de significância.

Especificamente, utilizaram-se técnicas estatísticas de regressão com diferentes especificações a fim de se estimar o efeito, em média, de mudanças nas variáveis independentes (X_1, X_2, \dots, X_n) e na variável dependente (Y).

Portanto, para testar a hipótese da pesquisa, formulou-se a equação 3.1, por meio da qual são feitas inferências acerca da relação entre as variáveis de interesse.

$$\text{Qualidade da Informação Contábil} = f(\text{Governança Corporativa}; \text{Variáveis de Controle}) \quad (3.1)$$

De acordo com a fundamentação teórica desenvolvida anteriormente¹⁰, a qualidade da informação contábil foi tratada como variável dependente e a adesão às práticas recomendadas de governança corporativa como variável independente¹¹. Além dessas variáveis principais, consideraram-se no modelo outras variáveis de controle, que também podem influenciar a qualidade da informação contábil.

3.2 Especificação do modelo econométrico

Os dados analisados nesta pesquisa possuem dimensão transversal e temporal, uma vez que formam uma amostra de empresas ($i = 1, 2, \dots, N$), observadas ao longo do tempo ($t = 1, 2, \dots, T$). Denomina-se esse tipo de conjunto de dados como “dados em painel”.

De acordo com Wooldridge (2007, p. 429), o uso de dados em painel é útil quando se quer controlar características não observadas constantes no tempo (e.g de firmas) que podem estar correlacionadas com as variáveis explicativas do modelo de interesse.

Apesar dessa vantagem, comparativamente ao uso de dados do tipo “seção ou corte transversal”, Barros *et al.* (2010) alertam que o uso de dados em painel, classificados como estimadores de Efeitos Aleatórios ou de Efeitos Fixos, não é garantia de que a condição de exogeneidade dos regressores seja devidamente observada.

¹⁰ Ver Figura 2 da seção 2.4.

¹¹ Isso não significa que não possa ocorrer um problema de simultaneidade entre essas variáveis (relação contrária). Para mitigar esse e outros problemas, devem-se tomar alguns cuidados econométricos, conforme explicitado na seção 3.5.

A condição de exogeneidade é fundamental, pois estabelece que não deva existir correlação entre as variáveis explicativas e o termo de erro aleatório do modelo empírico especificado. Conforme ressalta Barros *et al.* (2010, p. 3), “De todos os pressupostos necessários para que uma análise de regressão resulte em inferências adequadas sobre relações de causalidade entre variáveis, o mais delicado deles é o ‘pressuposto da exogeneidade dos regressores’ ”.

Idealmente, os regressores devem ser todos exógenos. Entretanto, caso a condição de exogeneidade não seja observada, tem-se um problema de endogeneidade nas variáveis. Segundo Wooldridge (2002, p. 50-51), as três principais causas da endogeneidade são: variáveis omitidas, erros de mensuração e simultaneidade. Conforme descrito anteriormente, a relação estudada entre qualidade da informação contábil e governança corporativa sofre claramente de um problema endógeno, especificamente de simultaneidade.

As formas descritas por Köke e Börsch-Supan (2000), Silveira (2006), Larcker e Rusticus (2010), Barros *et al.* (2010) e Silveira (2010) para controlar esses problemas são: uso de variáveis instrumentais, utilização de dados em painel pelo procedimento de Efeitos Fixos e, principalmente, a estimação pelo método dos momentos generalizados dinâmicos (*Generalized Method of Moments – GMM*), denominado GMM Sistêmico ou GMM-Sis.

Como na prática, é muito difícil encontrar uma variável instrumental que seja ao mesmo tempo correlacionada com a variável independente e não correlacionada com o termo de erro aleatório do modelo, a forma mais adequada para tratar o problema da simultaneidade compreende a estimação das regressões pelo GMM Sistêmico, desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

O GMM Sistêmico, por meio de um sistema de equações, cria instrumentos sequencialmente exógenos a partir dos regressores originais. As primeiras diferenças defasadas das séries são utilizadas como instrumentos nas equações em níveis e os níveis defasados das séries são utilizados como instrumentos nas equações em primeiras diferenças. Além disso, inclui-se, entre os regressores, uma ou mais defasagens da variável dependente para capturar o comportamento inercial (i.e. influência de valores passados em valores contemporâneos) da variável resposta. Por fim, o método também permite a identificação *a priori* das variáveis endógenas, cujas defasagens apropriadas são utilizadas como instrumentos do modelo.

Portanto, para testar a hipótese da pesquisa, formulou-se a equação 3.2, cujos parâmetros são estimados pelo GMM Sistemico.

$$IQIC_{it} = \alpha + \beta_1 IQIC_{i,t-1} + \beta_2 IGOV_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 PBV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 3VDIR_{it} + \beta_9 D_{LEI} + \sum_j^{J-1} \varphi_j D_{SETOR} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

Em que, $IQIC_{it}$ é o Índice de Qualidade da Informação Contábil¹² para a empresa i no ano t . De acordo com a especificação dinâmica do método GMM, a variável dependente defasada em um período ($IQIC_{i,t-1}$) foi incluída entre os regressores para capturar o comportamento inercial da variável resposta. Isso significa que a qualidade da informação contábil também pode ser influenciada pelos seus valores passados. $IGOV_{it}$ é o Índice de Governança Corporativa¹³ para a empresa i no ano t , os demais regressores compreendem as variáveis de controle para a firma i no ano t e são características observáveis da empresa que também podem influenciar o $IQIC_{it}$ como o tamanho (TAM), o endividamento (END), o preço/valor patrimonial da ação (PBV), a rentabilidade (ROA), a tangibilidade dos ativos ($TANG$) e o direito de controle dos três maiores acionistas ($3VDIR$). D_{LEI} compreende a *dummy* de tempo para capturar os efeitos das mudanças contábeis promovidas pela Lei 11.638/07 e a D_{SETOR} são as variáveis binárias setoriais, ε_{it} é o termo de erro da firma i no tempo t .

As seguintes variáveis foram consideradas endógenas no modelo acima: variáveis de governança corporativa ($IGOV$, $N2NM$, $IGOV14$ e cada dimensão do $IGOV$) e o preço-valor patrimonial da ação (PBV), uma vez que ambas podem influenciar a qualidade da informação contábil, ao mesmo tempo em que também podem ser influenciados pela última.

Baseando-se na fundamentação teórica adotada para construção da hipótese de pesquisa, o principal coeficiente de interesse do modelo 3.2 é o β_2 ; espera-se que o mesmo seja positivo e significativo estatisticamente. Conforme constatado recentemente por Dechow *et al.* (2010), ainda não existe um consenso sobre o sinal esperado para os coeficientes das demais variáveis de controle. Apesar dessa limitação, espera-se que o β_9 também seja positivo e significativo.

¹² A descrição da metodologia empregada para construção do IQIC consta da seção 3.3.1.

¹³ Como testes de robustez, a equação 3.2 também será estimada considerando as seguintes medidas alternativas ao IGOV: níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa (N2NM); IGOV sem a dimensão “divulgação” (IGOV14); e cada dimensão individual do IGOV, conforme definido na seção 3.3.2.

Por fim, conforme ressaltado por Barros (2005), Marcondes (2009), Brito (2010) e Barros *et al.* (2010), devem-se aplicar os seguintes procedimentos para verificar a validade dos pressupostos do estimador GMM Sistemico:

- Testes de raiz unitária: para verificar a condição de não correlação das primeiras diferenças defasadas dos regressores com os erros e os efeitos específicos. Se o processo estocástico gerador dos dados dos regressores for estacionário, a condição de não correlação estará assegurada.
- Testes de autocorrelação de primeira e de segunda ordens: para verificar se os erros não são autocorrelacionados. Essa suposição é válida se a estatística de autocorrelação de primeira ordem ($m1$) for negativa e significativa, e a estatística de segunda ordem ($m2$) for não significativa.
- Testes de restrições de sobre-identificação de Hansen/Sargan (J): para verificar a condição de exogeneidade dos instrumentos. Espera-se que a hipótese nula da validade conjunta dos instrumentos utilizados não seja rejeitada.
- Teste de diferença de Hansen/Sargan (Diferença em Sargan): para verificar a validade das suposições adicionais adotadas pelo GMM Sistemico em relação ao GMM em diferenças (estático). Espera-se que a hipótese nula do teste também não seja rejeitada.

3.3 Definição teórica e operacional das variáveis

3.3.1 Qualidade da informação contábil

Segundo Lee (2006, p.12), um dos problemas da contabilidade é que não existem definições precisas para o conceito de qualidade, tendo em vista que as normas estão voltadas para princípios e seguem a estrutura conceitual da contabilidade originalmente elaborada pelo *Financial Accounting Standards Board (FASB)* para o mercado norte-americano.

Atualmente, tais normas devem ser convergentes com aquelas do *International Accounting Standards Board (IASB)*. Esse órgão utiliza o termo “*true and fair view*” para descrever a qualidade geral das demonstrações contábeis. Apesar da importância dessa orientação, também não existe uma definição precisa para a mesma.

Buscando o alinhamento às Normas Internacionais de Relatório Financeiro¹⁴, o Brasil, por meio da promulgação da Lei nº 11.638/07 e do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), adotou integralmente o documento “*Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*”.

De acordo com o Pronunciamento Conceitual Básico (CPC, 2008, p.10), os atributos que tornam as demonstrações contábeis úteis para os usuários são: compreensibilidade, relevância, confiabilidade e comparabilidade.

Dentre esses atributos, segundo a principal obra da teoria da contabilidade, dois são considerados principais. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 107) concluem que a relevância e a confiabilidade constituem as duas principais características qualitativas que tornam a informação contábil útil ao investidor (principalmente ao pequeno).

Segundo os autores, uma informação contábil relevante deve auxiliar na previsão de resultados futuros, na confirmação e correção de expectativas formadas pelos usuários ao longo do tempo e deve estar disponível ao tomador de decisão previamente à perda de sua capacidade de influenciar a respectiva decisão. Já uma informação confiável deve representar fielmente os fenômenos econômicos, pressupondo a ausência de viés do avaliador e a não utilização de escolhas contábeis para atingir a algum fim econômico específico.

Embora Hendriksen e Van Breda (1999) não justifiquem explicitamente o porquê da preferência por essas duas características, é possível elaborar uma justificativa teórica. Para isso, deve-se voltar à estrutura conceitual originalmente desenvolvida pelo FASB, a qual estabelece uma hierarquia de qualidades em contabilidade. A Figura 4 ilustra essa relação.

¹⁴ *International Financial Reporting Standards – IFRS*.

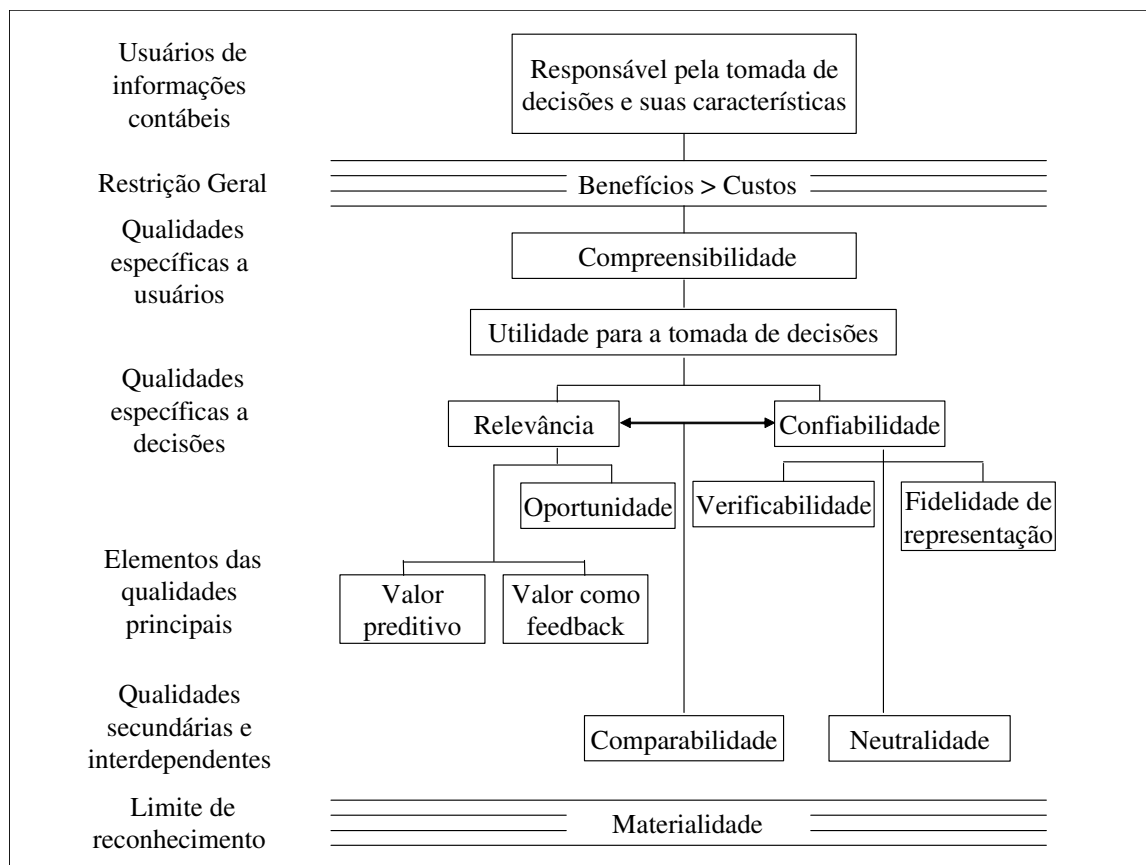


Figura 4 – Uma hierarquia de qualidades em contabilidade

Fonte: Adaptado de Hendriksen e Van Breda (1999, p.96)

De acordo com essa representação, a primeira restrição encontrada pelo usuário da informação contábil é que os benefícios gerados pela informação devem ser maiores que seus custos inerentes. O ponto fundamental nessa estrutura é a segregação entre qualidades específicas para usuários (compreensibilidade) e específicas para decisões (relevância e confiabilidade). Nesse sentido, a relevância e a confiabilidade independem da capacidade de compreensão e do interesse prévio de cada usuário, ou seja, representam características gerais e não se referem a um tipo específico de usuário, seja ele leigo ou especialista.

Portanto, como as demais características são secundárias e interdependentes (comparabilidade e neutralidade), para a construção do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC), levantaram-se fatores objetivos que buscam capturar as duas principais características qualitativas da informação contábil, ou seja, a relevância e a confiabilidade.

3.3.1.1 Construção do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC)

A motivação para a elaboração do IQIC partiu dos estudos da terceira geração de governança corporativa, os quais buscaram construir índices amplos de governança para representar os principais mecanismos de redução de custos de agência, por meio das seguintes dimensões: divulgação, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e proteção ao investidor.

No Brasil, os índices de governança foram desenvolvidos originalmente por Leal e Carvalhal da Silva (2007), Silveira (2006) e utilizados posteriormente por Lopes e Walker (2008). A contribuição do IQIC, comparativamente aos índices amplos de governança, é a separação de questões que se referem estritamente à qualidade da informação contábil daquelas que buscam representar a estrutura de governança corporativa da firma.

Além disso, o IQIC diferencia-se dos índices específicos de *disclosure* desenvolvidos anteriormente por Lanzana (2004), Lima (2009), Murcia e Santos (2009) e Lopes e Alencar (2010), já que considera apenas questões objetivas e incorpora outras etapas do processo contábil, não restritas apenas à divulgação voluntária, tais como: mensuração de ativos, registro de despesas, republicação de balanços, tipos de pareceres¹⁵ de auditoria etc.

A escolha de cada questão baseou-se em conceitos teóricos, em evidências empíricas e, também, em certas normas contábeis. Idealmente, essas justificativas deveriam estar baseadas estritamente na fundamentação teórica e em evidências empíricas. Entretanto isso não foi possível, pois, conforme ressalta Bruyne *et al.* (1991, p.11-12), a realidade da ciência dos fatos sociais não é clara e muito menos puramente descritiva, ou seja, essa realidade também comporta algum elemento normativo. Nesse sentido, não se pode negar algum grau de influência normativa para a formação das bases teóricas e empíricas no campo contábil.

Portanto, elaboraram-se doze perguntas que buscam capturar a qualidade da informação contábil contida no conjunto das demonstrações contábeis anuais, publicado pelas companhias abertas no Brasil. As seis primeiras perguntas referem-se à dimensão confiabilidade e as seis perguntas subsequentes referem-se à relevância.

¹⁵ Atualmente o termo formalmente utilizado é Relatório de Auditoria.

O Quadro 1 apresenta as perguntas objetivas que serão utilizadas para a construção do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC), bem como suas justificativas teóricas, empíricas e normativas. Apresenta-se, também, o critério de pontuação de cada pergunta.

Baseando-se nos trabalhos de Leal e Carvalhal da Silva (2007), Silveira *et al.* (2006), Silveira (2006) e Lopes e Walker (2008), cada resposta positiva deve adicionar 1 ponto (ou 0,5 ponto, dependendo da questão) ao índice¹⁶. Dessa forma, a pontuação absoluta do IQIC varia de 0 a 12. A fim de facilitar a interpretação e o tratamento pontual de certas particularidades, posteriormente essa pontuação foi transformada para uma escala final de 0 a 10.

Assim, quanto maior o IQIC, maior deve ser a qualidade da informação contábil da firma para um determinado ano.

¹⁶ Inicialmente adotou-se uma pontuação binária, ou seja, 0 ou 1. Entretanto, para algumas questões, foi utilizada uma pontuação intermediária, ou seja, meio ponto (0,5), para melhor capturar certas ocorrências que indicavam um nível intermediário de qualidade.

Quadro 1– Perguntas propostas para construção do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC)

Pergunta #	Justificativa	Critério de Pontuação
1. O parecer do auditor independente é limpo?	Um parecer de auditoria limpo indica que as demonstrações contábeis foram elaboradas de acordo com os princípios e as práticas contábeis, tornando a informação mais confiável. Dechow e Schrand (2004, p.124) alertam que esse aspecto é importante, mas não o único como <i>proxy</i> de qualidade.	1,0 – empresas que não apresentam parecer com ressalva, adverso, com abstenção de opinião ou com parágrafos de ênfase. 0,5 – empresas que apresentam parecer com parágrafo de ênfase. 0,0 – demais casos.
2. A firma de auditoria é uma das quatro maiores?	Francis <i>et al.</i> (2006, p.28), Dechow e Schrand (2004, p.69) e Braunbeck (2010) levantaram evidências apontando que a auditoria realizada por uma grande firma tem qualidade superior comparativamente àquela conduzida por uma firma menor, ajudando a produzir, em tese, uma informação contábil mais confiável.	1,0 – empresas que têm o parecer elaborado por uma das seguintes firmas de auditoria: PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young ou KPMG. 0,0 – demais casos.
3. A companhia não republica suas demonstrações contábeis?	Baseando-se em Kinney <i>et al.</i> (2004) e Braunbeck (2010), a reapresentação das demonstrações contábeis, por exigência do órgão regulador ou espontânea, prejudica a confiabilidade da informação apresentada originalmente.	1,0 – empresas que não têm nenhum tipo de reapresentação (por exigência ou espontânea). 0,5 – empresas que têm reapresentação espontânea. 0,0 – demais casos.
4. A companhia também divulga suas demonstrações em US-GAAP ou IAS/IFRS?	A divulgação de demonstrações elaboradas de acordo com os princípios contábeis internacionalmente aceitos (IAS ou IFRS), ou princípios geralmente aceitos nos Estados Unidos (US-GAAP), proporciona informações mais confiáveis aos analistas estrangeiros.	1,0 – empresas que divulgam suas demonstrações de acordo com os US-GAAP ou IAS/IFRS. 0,0 – demais casos.
5. A companhia não reavalia seu ativo imobilizado?	Segundo Iudícibus <i>et al.</i> (2010, p.380) e Lopes e Walker (2008), a constituição de reserva de reavaliação no Brasil está associada a motivações que prejudicam a confiabilidade da informação contábil como a transformação de patrimônio líquido “negativo” em positivo, por exemplo. A Lei 11.638/07 proibiu a realização de novos registros, mas permitiu a manutenção do saldo anteriormente constituído com a respectiva baixa ao longo do tempo.	1,0 – empresas que não constituem essa reserva ou que baixaram integralmente seu respectivo saldo, a partir de 2008. 0,0 – demais casos.
6. A companhia não registra despesas pré-operacionais ou despesas com pesquisa no ativo diferido?	Segundo Iudícibus <i>et al.</i> (2010), as despesas pré-operacionais e com pesquisa não atendem ao conceito de ativo. Portanto, seu registro no diferido torna a informação contábil menos confiável. A Lei 11.638/07 proibiu a realização de novos registros, mas permitiu a manutenção do saldo anterior com a respectiva baixa ao longo do tempo.	1,0 – empresas que não registram essas despesas no ativo ou que baixaram integralmente seu respectivo saldo, a partir de 2008. 0,0 – demais casos.
7. A companhia divulga suas demonstrações dentro do prazo legal?	A divulgação das demonstrações fora do prazo legal prejudica a relevância da informação contábil, pois esta deve estar disponível ao tomador de decisão antes da perda de sua capacidade de influenciar a respectiva decisão.	1,0 – empresas que apresentam suas Demonstrações Financeiras Padronizadas anuais (DFP) até 31/03 do ano subsequente ¹⁷ . 0,0 – demais casos.

¹⁷ Artigos 132 e 133 da Lei 6.404/76; artigo 28, inciso II, alínea “a” da Instrução CVM 480/09, com alterações introduzidas pela instrução CVM 488/10.

Pergunta #	Justificativa	Critério de Pontuação
8. A companhia divulga a Demonstração dos Fluxos de Caixa?	A divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa, que era opcional antes da promulgação da Lei 11.638/07, aumenta a relevância da informação contábil, pois auxilia o investidor na análise da entidade gerar caixa, na conciliação do lucro com caixa e na previsão de resultados futuros.	1,0 – empresas que divulgaram a Demonstração dos Fluxos de Caixa, antes da vigência da Lei 11.638/07. 0,0 – demais casos.
9. A companhia divulga a Demonstração do Valor Adicionado (DVA)?	Segundo Iudícibus <i>et al.</i> (2010, p. 5), a DVA tem por objetivo demonstrar o valor da riqueza econômica gerada pelas atividades da empresa ¹⁸ . Sua divulgação, que era opcional antes da promulgação da Lei 11.638/07, aumenta a relevância da informação contábil a outros agentes como: empregados, fornecedores, credores e governo.	1,0 – empresas que divulgaram a Demonstração do Valor Adicionado, antes da vigência da Lei 11.638/07. 0,0 – demais casos.
10. A companhia divulga demonstrações em moeda de poder aquisitivo constante?	De acordo com Beaver (1998, p. 34), Iudícibus <i>et al.</i> (2010, p. 700) e Gabriel <i>et al.</i> (2005), a divulgação de demonstrações contábeis em moeda de poder aquisitivo constante, mesmo com baixos índices de inflação, aumenta a relevância da informação contábil aos seus diversos usuários.	1,0 – empresas que divulgam, ao menos, o balanço patrimonial e a demonstração de resultado do exercício de acordo com algum dos seguintes critérios: correção monetária de balanço ou correção monetária integral. 0,0 – demais casos.
11. A companhia divulga o montante gasto com a remuneração fixa e variável desagregando o percentual pago aos executivos e ao conselho de administração? ¹⁹	A divulgação da remuneração fixa e variável paga aos executivos e ao conselho de administração aumenta a relevância da informação contábil, pois permite aos investidores confirmar ou corrigir suas expectativas acerca do desempenho da entidade e de seus administradores ²⁰ .	1,0 – empresas que desagregam a remuneração dos conselheiros e executivos, informando a remuneração fixa e variável. 0,5 – empresas que: (i) desagregam, mas não informam a remuneração fixa e variável; ou (ii) não desagregam, mas informam a proporção paga sob a forma fixa e variável. 0,0 – demais casos
12. A companhia divulga o custo do capital próprio ou alguma medida de lucro econômico?	Segundo Assaf Neto (2009, p.143), uma empresa cria valor quando oferece a seus proprietários de capital uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos. Uma das limitações do lucro contábil é a não consideração do custo do capital próprio. Portanto, a divulgação do custo do capital próprio e/ou de alguma medida de lucro econômico propicia uma melhor análise do desempenho econômico-financeiro da entidade, aumentando a relevância da informação contábil.	1,0 – empresas que apresentam o valor adicionado/destruído com base em alguma medida que leva em consideração o custo do capital próprio (EVA [®] , valor adicionado para o acionista, lucro residual etc.). 0,0 – demais casos.

¹⁸ A DVA não deve ser confundida com medidas de geração de valor, consideradas na questão 12.

¹⁹ Questão extraída do índice criado originalmente por Leal e Carvalho da Silva (2007).

²⁰ Atualmente, a Instrução CVM 480/09 exige que as companhias divulguem a remuneração máxima, média e mínima de diretores e integrantes dos conselhos de administração e fiscal. Antes dessa norma, a legislação exigia apenas a divulgação do valor global pago aos administradores. Mesmo com esse avanço legal, algumas empresas obtiveram liminar na justiça para não divulgar esse tipo de informação, alegando prejuízo à segurança de seus executivos e conselheiros.

3.3.1.2 Formas empregadas para validação do IQIC

A fim de se evitar o questionamento acerca de potenciais vieses do pesquisador na escolha e na formulação das questões que compõem o IQIC, adotaram-se duas formas complementares para validação do índice: uma interna, por meio do cálculo e análise do alfa de Cronbach e outra externa, por meio da aplicação da técnica Delphi.

3.3.1.2.1 Validação interna: alfa de Cronbach

Segundo Martins e Theóphilo (2009, p.15), o valor do alfa de Cronbach varia de 0 a 1 e representa a média de todos os coeficientes de correlação entre o escore de cada item da medida (cada questão) e o escore total dos demais itens. Apesar de os pacotes estatísticos normalmente oferecerem sua rotina automatizada, o valor α pode ser calculado facilmente por meio da equação 3.3, conforme descrito em Maroco e Garcia-Marques (2006, p. 72).

$$\alpha = \frac{k}{(k-1)} \times \left[1 - \frac{\sum_{j=1}^k S_j^2}{S_T^2} \right] \quad (3.3)$$

Em que, k é o número de itens do instrumento, S_j^2 é a variância de cada item j ($j=1, \dots, k$) e S_T^2 é a variância dos totais.

É comum utilizar como corte de validação o valor alfa 0,7. Entretanto, segundo Maroco e Garcia-Marques (2006, p. 73), em alguns cenários de investigação das ciências sociais, um alfa de 0,6 é considerado aceitável. Abaixo desse valor, a confiabilidade do instrumento é considerada inaceitável.

3.3.1.2.2 Validação externa: técnica Delphi

Como forma de validação externa, a técnica Delphi foi utilizada para a consulta individualizada a *experts* a fim de se obter um posicionamento consensual e qualificado sobre problemas complexos.

Segundo Linstone e Turoff (1975), a origem da técnica estava relacionada à busca de opinião de especialistas sobre estratégias militares. Seu uso foi disseminado e aplicado principalmente em pesquisas sobre previsões de cenários no campo da Administração (ROWE e WRIGHT, 2001; ARMSTRONG, 1999).

No Brasil, vem crescendo o número de pesquisas em administração que fazem o uso dessa técnica (KAYO e SECURATO, 1997; LIMA *et al.*, 2008). Recentemente, a mesma também vem sendo adotada no campo da contabilidade, conforme demonstram os trabalhos de Cunha *et al* (2010) e Lyra e Corrar (2009).

Resumidamente, a técnica Delphi consiste na aplicação de um questionário interativo, que circula várias vezes por um grupo de especialistas, preservando-se o anonimato das respostas individuais. A cada rodada, apresenta-se o resumo das respostas anteriores, possibilitando que cada especialista revise ou não sua nota individual. Quando não há mais mudança significativa nas respostas, atinge-se a estabilidade das respostas²¹ e se encerra o processo.

Segundo Rowe e Wright (2001, p. 141), os seguintes princípios devem ser observados para uma adequada aplicação da técnica Delphi: os especialistas devem ser heterogêneos e possuir conhecimento apropriado sobre o tema pesquisado; para o *feedback* entre as rodadas, devem-se informar as estatísticas descritivas básicas; as rodadas devem ser aplicadas até atingir a estabilidade das respostas; devem-se utilizar termos claros nas assertivas e evitar a incorporação de informação irrelevante; e, por fim, as notas finais devem ser obtidas considerando a participação de cada especialista de forma equilibrada (i.e. sem ponderação).

²¹ Não existe um único critério para medir a estabilidade das respostas. Dentre as medidas possíveis, adotou-se o cálculo do coeficiente de variação das respostas, obtido pela razão entre o desvio-padrão e a média das notas de cada questão.

Para a seleção dos especialistas, elaborou-se uma lista prévia de Professores Doutores do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), entidade que possui o único Programa de Pós-Graduação na área com nota Capes 6. Na sequência, foram estabelecidos os seguintes critérios de seleção: (i) possuir produção acadêmica e técnica com concentração na área de contabilidade para usuários externos; (ii) ser preferencialmente docente no Programa de Pós-Graduação; e (iii) não estar relacionado diretamente com a pesquisa desenvolvida.

A seleção inicial dos especialistas compreendeu 7 docentes do Programa de Pós-Graduação e 4 docentes de Graduação, todos com grau mínimo de doutor. A carta-convite, reproduzida no Apêndice 1, foi enviada em 29 de março de 2011.

Dentre onze especialistas convidados, oito aceitaram participar da pesquisa, número considerado suficiente de acordo com a literatura. Evidências coletadas por Rowe e Wright (2001, p.141) apontam que esse número deve estar entre cinco e vinte participantes. Segundo Pareja (2003), o número de especialistas deve ser de, no mínimo, cinco.

Os especialistas que participaram da validação do IQIC foram:

- Ariovaldo dos Santos: professor titular, diretor presidente do Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeira – Ipecafi, consultor *ad hoc* da revista Contabilidade & Finanças, membro do conselho editorial da Rausp.
- Bruno Meirelles Salotti: professor doutor e membro do *Sac Consult Committe*, comitê consultivo do *International Association for Accounting Education and Research – IAAER* para discussão de assuntos do conselho consultivo do IASB.
- Eliseu Martins: professor emérito, consultor, palestrante e parecerista da área contábil, membro de conselhos de administração, consultivo e fiscal de empresas privadas e estatais, ex-diretor da CVM e do Banco Central do Brasil.
- Geraldo Barbieri: professor doutor e pesquisador da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuariais e Financeiras – Fipecafi.

- Iran Siqueira Lima: professor titular, diretor-presidente da Fipecafi, membro de conselhos de administração e fiscal de empresas privadas, ex-diretor do Banco Central do Brasil.
- Luiz Nelson Guedes de Carvalho: professor doutor, pesquisador e diretor da Fipecafi, parecerista especializado em mercados de capitais, ex-presidente do Conselho Consultivo de Normas do IASB, membro de conselhos de administração e de comitês de auditoria de empresas privadas, ex-diretor da CVM e do Banco Central do Brasil.
- Nilton Cano Martin: professor doutor, ex-diretor de diversas empresas privadas, consultor, palestrante e conferencista.
- Roberta Carvalho de Alencar: professora doutora e ex-conselheira fiscal do Banco do Nordeste do Brasil.

Ressalta-se que, apesar de pertencerem a uma mesma Instituição, esses *experts* possuem alto grau de experiência técnica, regulatória e profissional no cenário contábil nacional e internacional. Dentre eles, têm-se: ex-diretores do Banco Central do Brasil, ex-diretores da CVM, membros de Conselhos de Administração, Consultivo e Fiscal de empresas privadas e estatais e membros de Comitês do IASB.

Os resultados da validação do IQIC são apresentados na seção 4.1.

3.3.2 Governança corporativa

Segundo Martins e Theóphilo (2009, p.85), o pesquisador deve avaliar a possibilidade de fazer uso de instrumento já testado para garantir confiabilidade e validade às medidas a serem obtidas. Portanto, como já está sendo proposta a criação de um novo índice nesta tese, optou-se por utilizar uma métrica já conhecida e testada empiricamente para representar a governança corporativa das firmas: o Índice de Governança Corporativa (IGOV), criado originalmente por Leal e Carvalhal da Silva (2007)²².

²² O IGOV também é utilizado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) para premiar anualmente as companhias com as melhores práticas de governança corporativa.

O IGOV atualmente é composto por 20 questões do tipo “sim” ou “não”, baseadas nos códigos de melhores práticas de governança do IBGC, da OECD e da CVM. A resposta “sim” a cada questão representa uma boa prática de governança, com atribuição de 1 ponto, e a resposta “não” indica a ausência de uma boa prática, com o valor 0. O índice final representa a soma da pontuação obtida por cada empresa. Essas respostas são agrupadas nas dimensões: divulgação, composição e funcionamento do conselho de administração, ética e conflitos de interesse e proteção dos acionistas.

Na versão adotada neste trabalho, selecionaram-se 18 questões e não 20, tendo em vista que duas questões referentes à divulgação de informações contábeis já estão incorporadas no IQIC²³. O Quadro 2 elenca as 18 questões do IGOV utilizadas nesta pesquisa.

²³ Uma questão que trata do parecer do auditor independente e outra que se refere à divulgação da remuneração fixa e variável de executivos e conselheiros.

Quadro 2 – Questões utilizadas do IGOV, criado por Leal e Carvalho da Silva (2007)

Dimensão da governança	Pergunta
Divulgação de Outras Informações	<ol style="list-style-type: none"> 1. Algum documento público da companhia inclui informações sobre políticas e mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas? 2. O <i>website</i> da companhia possui uma seção de Relações com os Investidores, sendo possível obter o Relatório Anual por meio dele? 3. O <i>website</i> disponibiliza as apresentações realizadas para analistas de mercado? 4. O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
Composição e Funcionamento do Conselho de Administração	<ol style="list-style-type: none"> 5. Presidente do Conselho e Presidente Executivo são pessoas diferentes? 6. A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho evidenciado em informações públicas (Estatuto Social, Relatório Anual, <i>website</i>, etc.)? 7. O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do presidente da diretoria? 8. O conselho tem entre 5 e 9 membros, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas do IBGC? 9. Os membros do conselho têm mandatos de 1 ano, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas do IBGC?
Ética e Conflitos de Interesse	<ol style="list-style-type: none"> 10. A porcentagem de ações não votantes é menor do que 20% do total do capital? 11. O percentual das ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações empresa? 12. Empréstimos em favor do controlador e outras partes relacionadas são proibidos no estatuto? 13. O estatuto facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa fé?
Direitos dos Acionistas	<ol style="list-style-type: none"> 14. Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira? <ol style="list-style-type: none"> a) a empresa concede a cada ação um voto. b) a empresa tem ações preferenciais emitidas e concede direito de voto a todas as ações nas decisões de maior impacto (Nível 2, p.ex.) 15. A companhia garante direitos de <i>tag-along</i> além dos que são legalmente exigidos? 16. O controle da companhia é direto? 17. Os acordos entre sócios se abstêm de vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do Conselho de Administração, ou de indicar quaisquer diretores para a sociedade? 18. O <i>free-float</i> é igual ou maior do que os 25% exigidos para listagem nos segmentos especiais de governança da Bovespa?

Fonte: Adaptado de Leal e Carvalho da Silva (2007)

Como ainda não existe uma métrica consensual na literatura para representar a estrutura de governança corporativa das firmas, utilizaram-se as seguintes medidas alternativas ao IGOV:

- N2NM: adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa. Essa variável binária assume valor igual a 1 se a empresa está listada no Nível II ou no Novo Mercado²⁴, e valor 0 caso contrário. O racional que fundamenta essa escolha é que, se a empresa aderiu aos segmentos diferenciados, ela teve que se enquadrar em padrões mais rígidos de transparência e governança corporativa definidos pela Bolsa²⁵.
- IGOV14: Índice de Governança Corporativa (IGOV) sem considerar a dimensão “Divulgação” (questões 5 a 18 do Quadro 2). Embora as questões contábeis já tenham sido desconsideradas previamente, utilizou-se também essa versão do IGOV a fim de se excluir a influência de outros atributos relacionados ao processo de divulgação.

Além de tratar o IGOV em sua forma agregada, buscou-se também analisar o efeito de cada uma de suas respectivas dimensões:

- DISC: divulgação de outras informações não contábeis (questões 1 a 4 do Quadro 2).
- CONS: composição e funcionamento do conselho de administração (questões 5 a 9 do Quadro 2).
- CONFL: ética e conflitos de interesse (questões 10 a 13 do Quadro 2).
- DIR: proteção dos acionistas (questões 14 a 18 do Quadro 2).

²⁴ Os requisitos para listagem no nível I de Governança Corporativa da BMF&Bovespa referem-se mais às exigências de liquidez de ações do que governança corporativa (SILVEIRA, 2006, p.71). O regulamento dos níveis diferenciados está disponível em: < www.bmfbovespa.com.br>.

²⁵ Outra variável que teoricamente poderia ser utilizada como uma *proxy* para a estrutura de governança corporativa das firmas seria a listagem cruzada, ou seja, a negociação de *American Depositary Receipts (ADRs)*. Entretanto, as melhorias decorrentes desse tipo de negociação estão relacionadas mais à divulgação de informações contábeis de acordo com os padrões norte-americanos e não à estrutura de governança corporativa da firma propriamente dita. Portanto, dado o escopo da pesquisa, essa variável não foi incluída no modelo.

3.3.3 Variáveis de controle

Consideraram-se também outras características observáveis das firmas que podem influenciar a variável dependente. As variáveis de controle utilizadas neste trabalho, baseadas nos estudos Lopes e Walker (2008), Lopes e Alencar (2010), Lima (2009), Almeida (2010), Neto *et al.* (2010) e Dechow *et al.* (2010), são²⁶:

- TAM: Tamanho da firma, igual ao logaritmo do ativo total.
- END: Endividamento, igual à dívida total (passivo circulante e não circulante) sobre o ativo total da empresa, multiplicado por 100.
- PBV: Oportunidade de crescimento, igual ao preço da ação dividido pelo seu respectivo valor patrimonial.
- ROA: Rentabilidade sobre o ativo, igual ao lucro líquido dividido pelo ativo total, multiplicado por 100.
- TANG: Tangibilidade dos ativos, igual ao ativo imobilizado dividido pelo ativo total, multiplicado por 100.
- 3VDIR: Direito de controle dos três maiores acionistas, igual ao percentual de ações ordinárias dos três maiores acionistas em relação ao montante de ações ordinárias, multiplicado por 100.

Por fim, também foram introduzidas no modelo duas variáveis *dummies*:

- D_{LEI} : *dummy* de tempo para capturar os efeitos das mudanças contábeis promovidas pela Lei 11.638/07. Essa variável binária assume valor igual a 1 para os anos nos quais os efeitos da nova Lei são observáveis, e 0 caso contrário.
- D_{SETOR} : de acordo com a classificação do Economática[®], utilizaram-se variáveis binárias para representar os diferentes setores de atuação das firmas, atribuindo valor 1 para empresas de um setor específico, e 0 para aquelas pertencentes aos demais.

²⁶ Ao levantar as variáveis já utilizadas em trabalhos que tratam direta e indiretamente do tema, foram incluídas apenas aquelas que são válidas para todas as empresas, independentemente de seu setor de atuação.

3.4 População, amostragem e coleta de dados

Segundo Bussab e Morettin (1987, p.186), para definição da amostra existem os planos probabilístico e não-probabilístico (intencional). Em nenhum deles é possível garantir que a amostra seja exatamente igual à população da qual foi extraída. Entretanto, no primeiro é possível estimar o erro possível dessa aproximação por meio da amostragem aleatória. Por outro lado, na amostragem intencional seleciona-se um grupo de elementos baseado em determinado critério, não sendo possível generalizar os resultados para a população.

Stevenson (2001, p.167) afirma que, sempre que possível deve-se utilizar a amostragem probabilística, mas em certos casos, a amostragem não probabilística constitui uma alternativa útil. Neste trabalho, adotou-se a amostra intencional formada por companhias abertas que possuem ações negociadas na BMF&Bovespa e que apresentaram liquidez significativa nos anos de 2006, 2007, 2008 e 2009.

Para cálculo da liquidez significativa, utilizou-se o critério de Silveira (2006) e Almeida (2010). Baseando-se no indicador disponibilizado pelo Economática®, selecionaram-se as empresas que apresentaram liquidez anual maior que 0,001% do índice correspondente às ações mais líquidas em 50% ou mais dos anos da pesquisa. Realizou-se esse corte pelo fato de empresas com baixa liquidez poderem apresentar variáveis distorcidas.

Já o período, compreendido entre 2006 e 2009, foi selecionado devido à promulgação da Lei 11.638/07, que alterou significativamente a estrutura da contabilidade brasileira. Buscou-se incluir dois anos anteriores à vigência da Lei e dois anos do período de vigência. Dessa forma, foi possível analisar os efeitos dos mecanismos de governança corporativa na qualidade da informação contábil, incluindo um fator estritamente exógeno e comum a todas as empresas.

Portanto, após a aplicação desse critério e exclusão de elementos com dados ausentes, a amostra final totalizou 200 companhias abertas²⁷. Destaca-se que essa amostra representava 85,1% da capitalização total de mercado no ano de 2009, conforme ilustra o Gráfico 1.

²⁷ Das 376 companhias ativas com ações negociadas na BMF&Bovespa no ano de 2009, excluíram-se 157 empresas pelo critério de liquidez e outras 19 que apresentaram dados incompletos.

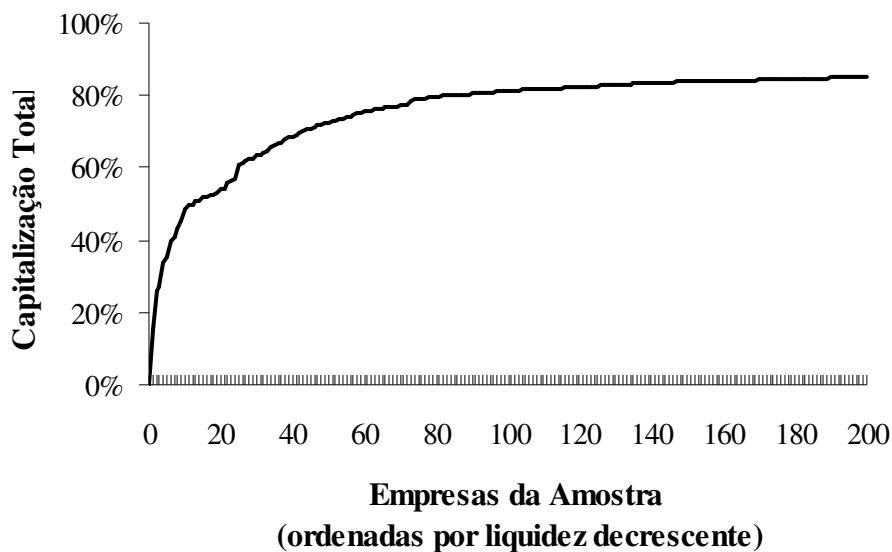


Gráfico 1 – Representatividade das empresas da amostra

Mesmo com o corte de liquidez, foi necessário o levantamento manual de 10.584 itens que compuseram o IQIC das 200 empresas da amostra para o período analisado ²⁸.

A fim de preservar o maior número de dados possíveis da amostra e não comprometer as inferências realizadas, não foram excluídas as observações extremas (*outliers*). Um procedimento alternativo, adotado em trabalhos recentes (MARCONDES, 2009; BRITO, 2010), é a “*winsorização*” das variáveis métricas e de controle, que consiste na ordenação e substituição dos valores extremos pelos valores não extremos a eles adjacentes. Neste trabalho, adotou-se o limite inferior e superior de 2,5%.

Para construção do IQIC, foram analisados dados secundários coletados no Sistema de Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As variáveis econômico-financeiras foram obtidas por meio do banco de dados Economática^{®29}. Para uso do Índice de Governança Corporativa (IGOV), foi feita solicitação formal aos autores Leal e Carvalho da Silva (2007), que gentilmente disponibilizaram e autorizaram o uso dos dados.

²⁸ Os dados foram analisados para o período 2006-2009. O IQIC também foi construído para o ano de 2005, dada a característica do modelo econométrico utilizado, o qual considera uma defasagem da variável resposta. Como nem todas as empresas apresentaram dados nos primeiros anos da pesquisa, o painel final para o IQIC totalizou 882 observações. Por fim, ao multiplicar 882 observações por 12 questões do IQIC, obtêm-se as 10.584 observações levantadas manualmente. Este trabalho contou com uma assistente de pesquisa: uma aluna do penúltimo ano de graduação em Ciências Contábeis.

²⁹ O Sistema Economática é um *software* que permite a recuperação de dados de ações, de fundos de investimentos e de dados econômico-financeiros de empresas listadas em Bolsas.

3.5 Limitações da pesquisa e formas de mitigação

De acordo com os trabalhos de Köke e Börsch-Supan (2000), Silveira (2006), Larcker e Rusticus (2010), Barros *et al.* (2010) e Silveira (2010), as quatro principais limitações desta pesquisa e suas respectivas formas de mitigação são descritas a seguir.

3.5.1 Simultaneidade entre variáveis

Esse problema já foi mencionado ao longo do trabalho, mas ainda não foi demonstrado algebricamente. Em resumo, a estrutura de governança corporativa da firma foi considerada como variável explicativa da qualidade da informação contábil, pressupondo sua exogeneidade, ou seja, a ausência de correlação entre a variável independente (governança corporativa) e o termo de erro aleatório do modelo estimado.

Devido à ausência de uma teoria geral comumente aceita, essa relação de causalidade é incerta *ex ante*, podendo ocorrer problemas de causalidade reversa, ou seja, a qualidade da informação contábil também pode influenciar a estrutura de governança. Nesse caso, os coeficientes estimados pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO ou OLS) podem ser viesados e inconsistentes. Essa comprovação pode ser feita da mesma maneira que Köke e Börsch-Supan (2000) e Silveira (2006) realizaram em seus respectivos trabalhos.

Portanto, ao assumir que o modelo verdadeiro seja:

$$IQIC = \beta * IGOV + \varepsilon \quad (3.4)$$

$$IGOV = \gamma * IQIC + \eta \quad (3.5)$$

Em que,

$IQIC$ – variável de qualidade da informação contábil

$IGOV$ – variável de governança corporativa da firma

$$E(\varepsilon) = E(\eta) = 0$$

$$\text{cov}(\varepsilon, \mu) = \sigma_{\varepsilon\eta}$$

Se apenas a equação 3.4 for estimada por MQO, obtém-se:

$$\hat{\beta} = \frac{\text{cov}(IGOV, IQIC)}{\text{var}(IGOV)} = \frac{\text{cov}(IGOV, \beta * IGOV + \varepsilon)}{\text{var}(IGOV)} = \beta + \frac{\text{cov}(IGOV, \varepsilon)}{\text{var}(IGOV)} \quad (3.6)$$

Considerando que a covariância entre a governança corporativa e o termo de erro pode ser avaliada substituindo-se o IGOV pela equação 3.5, obtém-se:

$$\begin{aligned} \text{cov}(IGOV, \varepsilon) &= \text{cov}(\gamma * IQIC + \eta, \varepsilon) = \text{cov}[\gamma(\beta * IGOV + \varepsilon) + \eta, \varepsilon] = \\ &= \gamma\sigma_{\varepsilon}^2 + \beta\gamma \text{cov}(IGOV, \varepsilon) + \sigma_{\varepsilon\eta} \end{aligned} \quad (3.7)$$

Ao re-organizar a equação 3.7, tem-se que:

$$\text{cov}(IGOV, \varepsilon) = \frac{\gamma\sigma_{\varepsilon}^2 + \sigma_{\varepsilon\eta}}{1 - \beta\gamma} \quad (3.8)$$

Portanto, nos casos em que $\gamma \neq 0$ ou $\sigma_{\varepsilon\eta} \neq 0$, então o coeficiente estimado $\hat{\beta}$ será enviesado e inconsistente.

Conforme já mencionado, a forma atual mais adequada para lidar com esse tipo de problema é a estimação pelo método dos momentos generalizados dinâmicos. Assim, o principal método de estimação adotado foi o GMM Sistêmico. Além desse método, como testes de robustez, foram rodados modelos com especificações alternativas pelos estimadores por *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Dados em Painel por Efeitos Aleatórios e por Efeitos Fixos.

3.5.2 Variáveis omitidas

Quando variáveis independentes não são consideradas no modelo, devido à indisponibilidade de dados ou ao desconhecimento de sua forma funcional, os coeficientes estimados podem ser enviesados. Ao incluir variáveis de controle, conforme definido na seção 3.3.3, o problema pode ser diminuído, mas não eliminado.

3.5.3 Erro de mensuração das variáveis

Tanto a variável dependente como a independente podem apresentar erros em sua mensuração. Os problemas mais sérios estão relacionados com o erro de mensuração da variável independente, fazendo com que os coeficientes estimados sejam enviesados e inconsistentes. A fim de minimizar esses problemas, buscou-se a utilização apenas de questões objetivas para construção IQIC. Também foram aplicadas duas formas para sua validação: uma interna e outra, complementar, externa. No caso específico da principal variável independente, foram utilizadas métricas alternativas de governança corporativa para minimizar esse problema.

3.5.4 Viés de seleção da amostra

A utilização apenas de empresas com ações listadas em bolsa pode enviesar a relação entre qualidade da informação contábil e governança corporativa. Entretanto, esse tipo de escolha normalmente é justificado pela disponibilidade de dados e pelo argumento, segundo o qual as principais práticas contábeis estão voltadas para as empresas que possuem estrutura de controle e propriedade separada e, inevitavelmente, tendem a ser as empresas com ações negociadas em bolsa. Ressalta-se, ainda, que a amostra representa 85,1% da capitalização total do universo de empresas ativas listadas na BMFBovespa, no ano de 2009.

A aplicação dessas formas de mitigação e o uso do método GMM Sistemico trazem contribuições inéditas às pesquisas empíricas da área, pois permitem a estimação de resultados mais robustos e, conseqüentemente, a apresentação de conclusões mais confiáveis.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta a análise dos resultados da validação do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC), das estatísticas descritivas das variáveis métricas e dos parâmetros estimados dos modelos econométricos que buscaram avaliar o impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no IQIC.

4.1 Resultados da validação do IQIC

4.1.1 Validação interna: alfa de Cronbach

O alfa de Cronbach, medida de validação interna, calculado para o IQIC foi de 0,61. Conforme discutido na seção 3.3.1.2.1, com base nesse valor não se pode afirmar que a medida não é válida. Além disso, segundo os resultados (não reportados) do teste realizado no *software* SPSS 17.0, não houve indicativo de que a exclusão de alguma questão específica do IQIC pudesse aumentar significativamente a confiabilidade final da medida.

Apesar desses aspectos favoráveis, como o valor alfa está próximo do intervalo-limite de decisão³⁰, os resultados obtidos por meio da aplicação da técnica Delphi ganham ainda mais importância para o processo de validação do IQIC.

4.1.2 Validação externa: técnica Delphi

A aplicação da técnica Delphi teve início em Março e término em Junho de 2011. Os resultados finais foram obtidos após a aplicação de duas rodadas. Na primeira rodada, solicitou-se aos especialistas a atribuição do grau de concordância em relação à cada questão do IQIC, com base na seguinte escala de atitude: 1 – discorda totalmente; 2 – discorda parcialmente; 3 – indiferente; 4 – concorda parcialmente; e 5 – concorda totalmente.

³⁰ Trabalhos como os de Lima (2009) e Murcia e Santos (2009) obtiveram um valor alfa bem acima desse limite, ou seja, superior a 0,9.

A medida adotada para analisar a dispersão das respostas foi o coeficiente de variação, obtido pela razão entre o desvio-padrão e a média de cada resposta. Segundo Martins (2001, p.58), “Se Coeficiente de Variação (CV) menor que 15% tem-se baixa dispersão; entre 15% e 30% tem-se média dispersão; e, maior que 30% tem-se alta dispersão”.

Na segunda rodada, solicitou-se aos participantes a comparação de suas notas individuais atribuídas anteriormente com as notas agregadas do grupo.

Apenas três participantes revisaram suas notas e um participante não respondeu mais aos contatos feitos pelo pesquisador³¹.

Como não houve diminuição significativa no desvio-padrão de cada uma das questões do IQIC, encerrou-se o processo com duas rodadas. Os formulários da primeira e da segunda rodadas são apresentados nos Apêndices 2 e 3, respectivamente. Os resultados da primeira e da segunda rodada são apresentados nos Apêndices 3 e 4, respectivamente.

A Tabela 1 resume o resultado final da aplicação da técnica Delphi.

Tabela 1– Resultado da técnica Delphi para validação do IQIC

Questão do IQIC	Nota Média	Coefficiente de Variação	Análise
1	4,4	11,8%	Concordância elevada e baixa dispersão
2	3,6	25,3%	Concordância parcial e média dispersão
3	3,5	26,5%	Concordância parcial e média dispersão
4	4,6	11,2%	Concordância elevada e baixa dispersão
5	3,8	23,6%	Concordância parcial e média dispersão
6	4,1	24,0%	Concordância parcial e média dispersão
7	4,8	14,9%	Concordância elevada e baixa dispersão
8	4,8	9,7%	Concordância elevada e baixa dispersão
9	4,6	11,2%	Concordância elevada e baixa dispersão
10	4,9	7,3%	Concordância elevada e baixa dispersão
11	3,9	35,0%	Concordância parcial e elevada dispersão
12	3,5	26,5%	Concordância parcial e moderada dispersão
Geral	4,2	7,2%	Concordância parcial e baixa dispersão

De uma maneira geral, os resultados indicam que houve consenso dos especialistas acerca da validade das questões do IQIC, obtendo-se uma concordância geral parcial (nota média 4,2) e uma baixa dispersão nas opiniões (coeficiente de variação de 7,2%).

³¹ No caso específico desse especialista, suas notas atribuídas na primeira rodada foram mantidas para a segunda.

O único fator do índice que apresentou uma variabilidade alta foi a questão da divulgação da remuneração fixa e variável paga aos executivos e ao conselho de administração (questão 11), com um coeficiente de variação totalizando 35,0%. Embora a média dessa questão não tenha sido considerada baixa (3,9), a elevada dispersão das respostas sugere uma falta de consenso, entre os especialistas, sobre a relevância da divulgação dessa informação.

Portanto, dados esses resultados, utilizaram-se no trabalho duas métricas como *proxy* da qualidade da informação contábil:

- IQIC completo: construído com base na fundamentação teórica e validado internamente pelo alfa de Cronbach.
- IQIC_delphi: validado pelos especialistas, sem considerar a questão que trata da divulgação da remuneração de executivos e conselheiros.

Além da atribuição das notas na primeira rodada, também foi solicitado aos especialistas o apontamento de fatores complementares que pudessem representar objetivamente a confiabilidade e a relevância da informação contábil.

Dentre as sugestões mencionadas, destacam-se: o conhecimento de quem são os administradores e membros do conselho fiscal; a qualidade das notas explicativas e a divulgação de dados não financeiros e de projeções de resultados. Apesar da importância desses elementos, os mesmos não foram incorporados ao IQIC por não terem sido identificadas métricas objetivas ou por algumas dessas sugestões passarem a ser divulgadas a partir de 2010, por meio do novo Formulário de Referência exigido pela CVM.

Por fim, para facilitar a análise dos resultados, o IQIC e o IQIC_delphi foram transformados para uma escala de 0 a 10. Além disso, com o intuito de minimizar um possível viés decorrente de exigências legais, as pontuações das questões 8 e 9 foram desconsideradas para os anos de 2008 e 2009. Essas questões tratam da divulgação da demonstração do fluxo de caixa e do valor adicionado, que se tornaram obrigatórias com a promulgação da Lei 11.638/07. As demais questões não sofreram mudança ou puderam ter sua pontuação controlada, como foram os casos da baixa da reserva de reavaliação (questão 5) e da baixa das despesas pré-operacionais e com pesquisa registradas no diferido (questão 6).

4.2 Estatísticas descritivas

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis métricas utilizadas na pesquisa, conforme definido na seção 3.3. A amostra de 200 empresas para o período compreendido entre 2006 e 2009 deveria formar um painel de dados com um total de 800 observações. Entretanto, como nem todas as empresas apresentaram dados nos primeiros anos da pesquisa, levantaram-se 683 observações por variável. Para o IQIC, foram levantadas informações para um ano adicional, totalizando assim 882 observações.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

Variável	Média	Desvio-padrão	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Observações
IQIC	5,2	1,6	4,2	5,4	6,3	882
IQIC_delphi	5,4	1,6	4,4	5,6	6,4	882
IGOV	5,4	2,0	3,9	5,6	6,9	683
IGOV14	5,1	1,8	3,6	5,0	6,8	683
DISC	6,4	3,6	2,5	8,8	8,8	683
CONS	6,4	2,4	4,0	6,0	8,0	683
CONFL	2,6	2,4	0,0	1,3	5,0	683
DIR	5,9	2,3	4,0	6,0	8,0	683
TAM	21,5	1,9	20,2	21,4	22,8	683
END	72,5	48,5	48,4	62,9	81,1	683
PBV	2,1	2,6	0,8	1,6	2,7	683
ROA	2,3	12,4	0,6	3,7	8,2	683
TANG	30,3	23,2	7,6	30,2	47,3	683
3VDIR	71,9	21,4	55,1	74,1	91,4	683

O IQIC médio no período foi de 5,2 ($\pm 1,6$ desvios-padrão), em uma escala de 0 a 10. A lista com o IQIC das empresas da amostra está apresentada no Apêndice 5. O IQIC_delphi apresentou média e dispersão similares: média de 5,4 ($\pm 1,6$ desvios-padrão).

As variáveis de governança corporativa mensuradas pelo IGOV, ou por suas especificações alternativas (IGOV14, DISC, CONS, CONFL e DIR), também foram transformadas para a mesma escala de 0 a 10, a fim de facilitar a análise dos resultados dos testes econométricos.

A principal medida de governança corporativa – o IGOV – apresentou média de 5,4 ($\pm 2,0$ desvios-padrão). Dentre as medidas alternativas, destaca-se aquela mensurada pelo IGOV14 que também apresentou comportamento similar: média de 5,1 ($\pm 1,8$ desvios-padrão).

Em relação às variáveis de controle, conforme normalmente observado em pesquisas empíricas da área, o endividamento (END), o preço-valor patrimonial da ação (PBV), a rentabilidade (ROA) e a tangibilidade dos ativos (TANG) apresentaram elevada dispersão. A variável tamanho (TAM), medida pelo logaritmo do ativo total, apresentou dispersão mínima. Por fim, as estatísticas descritivas do direito de controle dos três maiores acionistas (3VDIR) indicam que a estrutura de capital das companhias abertas no Brasil ainda não é dispersa.

A seguir, apresentam-se mais detalhes do comportamento da série do IQIC. A Tabela 3 reporta a evolução do IQIC no período analisado.

Tabela 3 – Evolução anual do IQIC

IQIC	2005	2006	2007	2008	2009	Total
Média	4,8	4,9	5,0	5,1	6,0	5,2
Desvio-padrão	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,6
Observações	118	165	199	200	200	882

Observa-se um discreto aumento anual na média do IQIC para o período 2005-2008 e um aumento mais significativo no ano de 2009. Além disso, constata-se a diminuição na dispersão dessas observações ao longo dos anos.

A Tabela 4 reporta o percentual de respostas consideradas positivas às perguntas do IQIC.

Tabela 4 – Percentual de respostas consideradas positivas às perguntas do IQIC

#	Pergunta do IQIC	Respostas Positivas
1	O parecer do auditor independente é limpo?	73,6%
2	A firma de auditoria é uma das quatro maiores?	72,4%
3	A companhia não republica suas demonstrações contábeis?	84,6%
4	A companhia também divulga suas demonstrações em US-GAAP ou IAS/IFRS?	21,7%
5	A companhia não reavalia seu ativo imobilizado?	67,3%
6	A companhia não registra despesas pré-operacionais ou com pesquisa no ativo diferido?	70,7%
7	A companhia divulga suas demonstrações dentro do prazo legal?	88,2%
8	A companhia divulga a Demonstração dos Fluxos de Caixa?	81,3%
9	A companhia divulga a Demonstração do Valor Adicionado (DVA)?	66,4%
10	A companhia divulga demonstrações em moeda de poder aquisitivo constante?	0,7%
11	A companhia divulga o montante gasto com a remuneração fixa e variável desagregando o percentual pago aos executivos e ao conselho de administração?	34,5%
12	A companhia divulga o custo do capital próprio ou alguma medida de lucro econômico?	1,8%

Observa-se que o percentual de respostas positivas do parecer do auditor independente (questão 1) totalizou 73,6%. Dentre as observações que apresentaram respostas positivas, 61,0% possuíam um parecer limpo e 39,0% apresentaram parecer com algum tipo de parágrafo de ênfase³². Não obstante as situações nas quais houve ressalvas, o levantamento indica que, em aproximadamente 28,7% dos casos, o usuário da informação contábil deve realizar algum tipo de ajuste prévio para que a informação seja mais confiável.

Ainda em relação ao parecer do auditor (questão 2), observa-se que mais de dois terços (72,4%) foram emitidos pelas quatro maiores firmas de auditoria: PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young ou KPMG.

O percentual de respostas positivas no quesito republicação (questão 3) totalizou 84,6%. Esse número elevado foi influenciado pela quantidade de rerepresentações espontâneas (27,9%).

A divulgação de demonstrações em US-GAAP e/ou IFRS foi constatada em menos da metade das observações da amostra, totalizando 21,7%³³.

Em relação às escolhas contábeis (questões 5 e 6), o percentual de observações que aponta a não constituição ou baixa integral da reserva de reavaliação totalizou 67,3%. O percentual de observações que aponta a não constituição ou baixa integral das despesas pré-operacionais e com pesquisa no/do diferido também foi similar, ou seja, da ordem de 70,7%.

A divulgação de demonstrações dentro do prazo legal (questão 7) teve frequência observada de 88,2%. Entretanto, mesmo com um prazo de publicação de até três meses após o término do ano civil, 61 empresas não cumpriram essa exigência legal primária em algum(uns) ano(s) do período analisado.

³² Em 2008, quase a totalidade das empresas apresentaram parecer com pelo menos um parágrafo de ênfase referente às alterações introduzidas pela Lei 11.638/07. Nesse caso, quando a empresa apresentou os dados do período anterior, ou seja, de 2007 conforme as novas normas, considerou-se o parecer como “sem parágrafo de ênfase”, tendo em vista o aumento da qualidade da informação contábil. Esse mesmo raciocínio foi utilizado para os casos nos quais houve algum parágrafo enfatizando a divulgação de informações voluntárias.

³³ Esse percentual deveria ser maior, tendo em vista que algumas empresas que estão listadas no Nível II ou Novo Mercado da BMF&Bovespa não apresentaram suas demonstrações em US-GAAP e/ou IFRS, conforme previsto nos respectivos regulamentos da Bolsa.

Os percentuais de divulgação das Demonstrações dos Fluxos de Caixa (questão 8) e do Valor Adicionado (questão 9) totalizaram 81,3% e 66,4%, respectivamente³⁴.

Dentre os aspectos negativos da Tabela 4, destacam-se: o percentual praticamente nulo de divulgação de demonstrações em moeda de poder aquisitivo constante (questão 10) e o percentual mínimo (1,8%) de divulgação de alguma medida de lucro econômico (questão 12), fundamentais para a avaliação econômico-financeira das empresas.

Especificamente em relação aos resultados obtidos para a questão 10, tem-se uma interessante reflexão acerca da diferença entre fundamentos teóricos e opinião dos especialistas, comparativamente às práticas adotadas pelo mercado. Conforme indica a Tabela 1, essa questão obteve a maior concordância entre os especialistas; por outro lado, conforme ilustra a Tabela 4, apenas três empresas divulgaram suas demonstrações em moeda de poder aquisitivo constante em algum ano do período analisado: CESP, Sabesp e Vale.

Conforme explicitado anteriormente, embora os especialistas não tenham demonstrado um consenso acerca da relevância da divulgação da remuneração de executivos e conselheiros (questão 11), o percentual de observações com respostas positivas totalizou 34,5%.

Destaca-se, por fim, o baixo número de empresas que divulgaram o custo do capital próprio ou alguma medida de lucro econômico (questão 12) em algum(uns) ano(s) do período analisado: Aço Altona, Cemig, Copel, Embraer, Localiza e Pão de Açúcar - CBD.

Portanto, constata-se que, apesar de o IQIC ter apresentado um valor médio de 5,2 e uma tendência crescente no período analisado, ainda existem aspectos que prejudicam sensivelmente a qualidade da informação contábil produzida pelas firmas no Brasil e divulgada aos acionistas e demais *stakeholders*.

³⁴ Como o percentual de divulgação dessas duas questões totalizou 100% nos anos de 2008 e 2009 devido à promulgação da Lei 11.638/07, efetuou-se um ajuste na escala do IQIC: as pontuações das questões 8 e 9 não entraram no cômputo final do Índice para os anos de 2008 e 2009. Portanto, ao desconsiderar esses anos dois anos, os percentuais de divulgação da DFC e da DVA são de 65,8% e 38,6%, respectivamente.

4.3 Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no IQIC

4.3.1 Identificação da forma funcional

Primeiramente, buscou-se identificar a forma funcional da relação entre a adesão às práticas recomendadas de governança corporativa, aproximada pelo IGOV, e a qualidade da informação contábil, mensurada pelo IQIC. O Gráfico 2 apresenta a dispersão dessas observações.

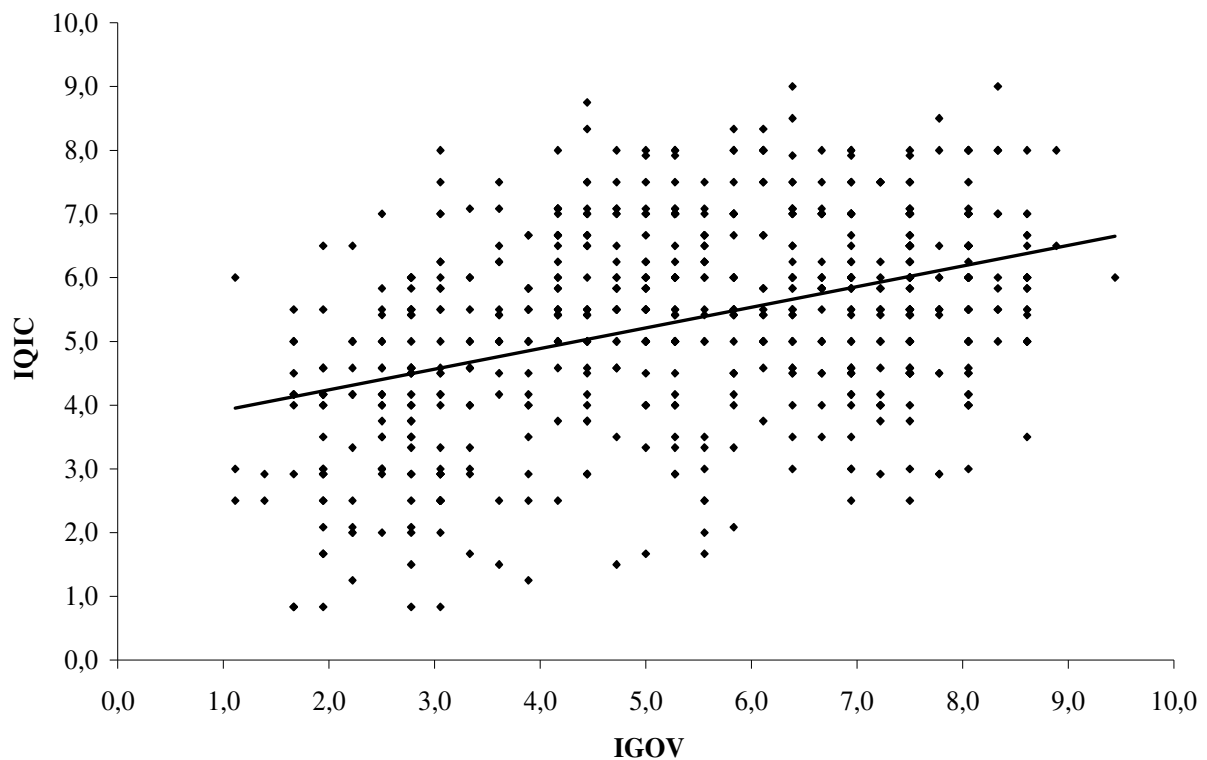


Gráfico 2- Relação entre governança corporativa (IGOV) e qualidade da informação contábil (IQIC)

A inspeção visual do comportamento das observações contidas no gráfico acima sugere uma relação linear positiva entre o nível de governança corporativa da firma e a qualidade da informação contábil. Para medir a intensidade dessa relação, pode-se calcular o coeficiente de correlação entre as variáveis.

A Tabela 5 apresenta o coeficiente de correlação de Pearson e seu respectivo grau de significância³⁵.

Tabela 5 – Correlação de Pearson entre IQIC e IGOV

	IQIC	IGOV
IQIC	1	
IGOV	0,407***	1
Observações	683	

*, **, *** revelam a significância estatística da estimativa nos níveis 10%, 5% e 1%, respectivamente.

O coeficiente de correlação de Pearson entre essas variáveis totalizou + 0,407, sendo, positivo e estatisticamente significativo, dado um α de 1%. Constata-se, assim, a relação linear entre as variáveis de interesse.

Entretanto, conforme ressalta Martins (2001, p 291), a avaliação da significância da correlação de Pearson supõe que as variáveis populacionais tenham distribuição normal bivariada, ou seja, o efeito conjunto das duas variáveis deve ser distribuído normalmente.

Segundo Hair *et al.* (2005, p. 287), como não existe teste direto para a normalidade multivariada, deve-se testar a normalidade individual de cada distribuição amostral.

Os Gráficos 3 e 4 apresentam os histogramas para o IQIC e o IGOV. Para testar formalmente a hipótese da normalidade das variáveis, a Tabela 6 reporta os resultados do teste Kolmogorov-Smirnov³⁶ realizado por meio do *software SPSS 17.0*.

³⁵ De acordo com Bussab e Morettin (1987, p. 290), para testar se o coeficiente de correlação r é diferente de

zero, calcula-se a seguinte estatística teste: $t = r \sqrt{\frac{n-2}{1-r^2}}$.

³⁶ Segundo a formulação do teste Kolmogorov-Smirnov, descrita por Siegel (1956, p. 47-52), primeiramente calculam-se e acumulam-se as frequências esperadas para cada célula. Em seguida, colocam-se as frequências em ordem crescente e calculam-se as frequências teóricas. Após calcular os desvios absolutos entre as frequências acumuladas teóricas e observadas, identifica-se o Desvio Máximo, que representa a estatística teste. Por fim, obtém-se o p -valor dessa estatística. A hipótese nula considera que a amostra foi extraída da distribuição teórica especificada; nesse caso a Distribuição Normal.

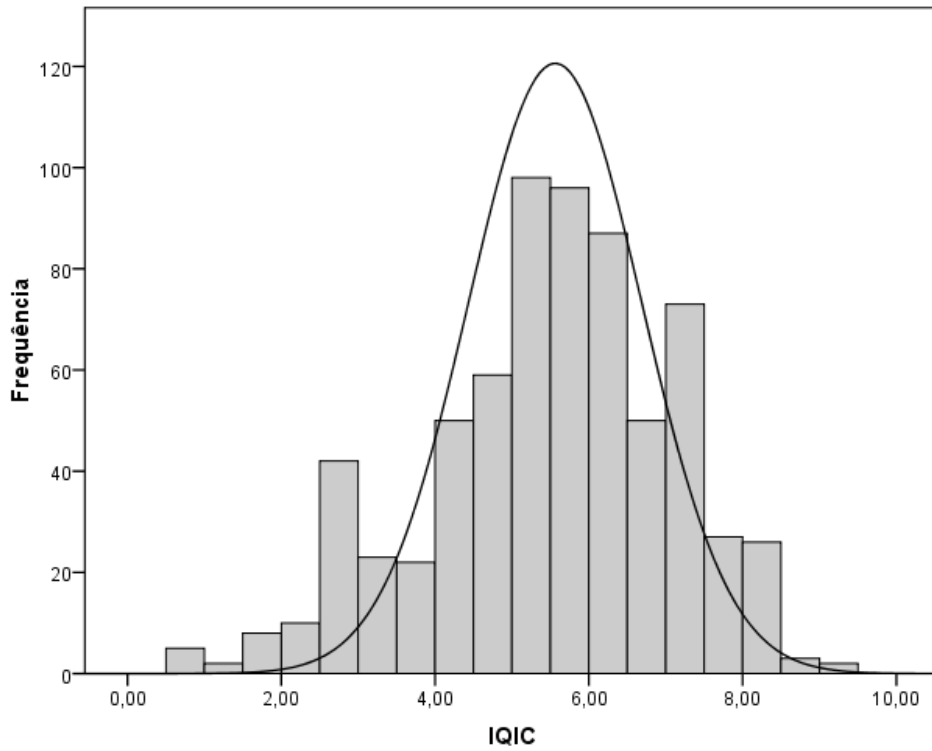


Gráfico 3 – Histograma do IQIC

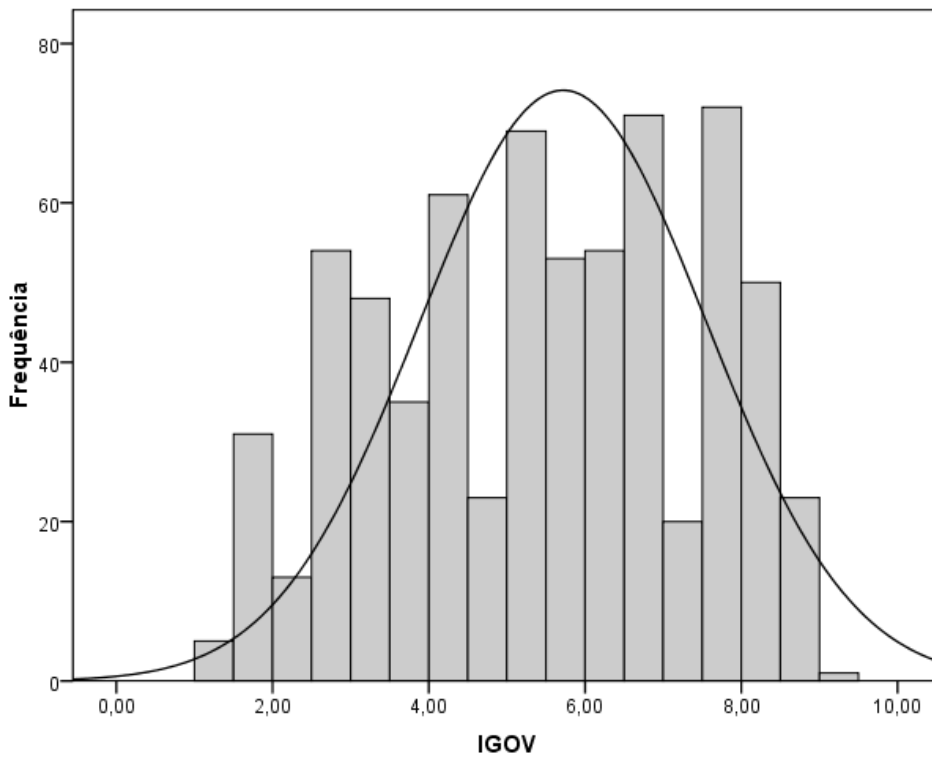


Gráfico 4 – Histograma do IGOV

Tabela 6 – Teste de normalidade para o IQIC e IGOV

Teste de Kolmogorov-Smirnov		IQIC	IGOV
N		683	683
Parâmetros normais	Média	5,34	5,38
	Desvio-padrão	1,57	1,98
Maiores diferenças	Absoluta	0,09	0,09
	Positiva	0,05	0,08
	Negativa	-0,09	-0,09
Kolmogorov-Smirnov Z		2,42	2,47
p-valor		0,00	0,00

Considerando o *p*-valor da estatística teste, rejeita-se a hipótese nula de que as distribuições do IQIC e do IGOV seguem uma Distribuição Normal. Portanto, o pressuposto da normalidade para cálculo da significância da correlação de Pearson não foi respeitado. Apesar dessa violação, na prática, essa hipótese costuma ser relaxada para grandes amostras.

De forma complementar ao coeficiente de correlação de Pearson, calculou-se também a correlação de Spearman. Como o IQIC e o IGOV são calculados em uma escala de 0 a 10, a disposição dos dados acaba sendo similar àquela de dados ordenados por postos.

Segundo Stevenson (2001, p. 382), a vantagem da correlação de Spearman é que, ao contrário da correlação de Pearson, não há necessidade de se fazer suposições adicionais acerca da distribuição teórica das variáveis de interesse. Essa é, portanto, uma técnica não paramétrica.

A Tabela 7 apresenta o coeficiente de correlação de Spearman para o IQIC e IGOV, bem como seu respectivo grau de significância, calculados pelo *SPSS* 17.0.

Tabela 7 – Correlação de Spearman entre IQIC e IGOV

	IQIC	IGOV
IQIC	1	
IGOV	0,366***	1
Observações	683	

*, **, *** revelam a significância estatística da estimativa nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Considerando os resultados da Tabela 7, constata-se que o coeficiente de correlação de Spearman entre o IQIC e o IGOV foi de + 0,366, sendo, portanto, positivo e estatisticamente significativo, dado um α de 1%. Esse valor é muito próximo ao valor do coeficiente de correlação de Pearson, calculado na Tabela 5.

Evidencia-se, assim, que o nível de governança corporativa e o índice de qualidade da informação contábil apresentam uma relação linear positiva e significativa. Esses resultados são similares (não reportados) quando utilizadas as métricas alternativas de governança e o IQIC_delphi, validado pelos especialistas.

Apesar da importância da identificação dessa forma funcional, os coeficientes de correlação devem ser interpretados com cautela.

Conforme ressalta Martins (2001, p. 288): “A interpretação do Coeficiente de Correlação como medida da intensidade da relação linear entre duas variáveis é puramente matemática e está completamente isenta de qualquer implicação de causa e efeito”.

Portanto, para uma interpretação mais segura acerca dessa relação devem-se estimar as diferentes regressões de acordo com o modelo econométrico, especificado na seção 3.2.

Previamente à apresentação dos resultados das regressões, a Tabela 8 reporta as correlações de Pearson (que normalmente são referenciadas na literatura) entre as variáveis de qualidade da informação contábil, de governança corporativa e as variáveis métricas de controle³⁷.

Tabela 8 – Matriz de correlação entre as variáveis

	IQIC	IGOV	IGOV14	DISC	CONS	CONFL	DIR	TAM	END	PBV	ROA	TANG
IQIC	1											
IGOV	,41***	1										
IGOV14	,26***	,94***	1									
DISC	,55***	,80***	,55***	1								
CONS	,40***	,73***	,72***	,52***	1							
CONFL	,06	,67***	,77***	,30***	,26***	1						
DIR	,11***	,78***	,84***	,44***	,34***	,60***	1					
TAM	,44***	,29***	,12***	,53***	,33***	-,08**	-0,02	1				
END	-,42***	-,36***	-,26***	-,43***	-,24***	-,19***	-,17**	-,29***	1			
PBV	,26***	,23***	,15***	,29***	,14***	,17***	,06	,15***	-,19***	1		
ROA	,40***	,21***	,12***	,31***	,19***	,05	,02	,32***	-,62***	,29***	1	
TANG	-,02	-,06	-,06	-,07	,00	-,04	-,10**	,04	,04	-,09**	-,05	1
3VDIR	-,11***	-,52***	-,57***	-,28***	-,27***	-,62***	-,47***	,03	,19***	-,19***	-,05	,11***

*, **, *** revelam a significância estatística da estimativa nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

³⁷ Apesar de a grande maioria das correlações ser estatisticamente significativa, não há indícios de problemas de multicolinearidade entre as variáveis (i.e. quando existem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas entre as variáveis independentes), conforme demonstram o cálculo e a análise da estatística do Fator de Inflação da Variância, apresentados na seção 4.3.3.

4.3.2 Modelos com estimador GMM Sistemico

Para estimar os modelos pelo método GMM Sistemico, inicialmente deve-se verificar se as séries são estacionárias³⁸. Segundo Hill *et al.* (2006, p. 389), uma série é estacionária se sua média e sua variância são constantes ao longo do tempo, e a covariância entre dois valores da série depende da distância no tempo que separa os valores, mas não dos tempos reais em que as variáveis são observadas.

Para verificar a condição de estacionariedade das séries, adotou-se o teste de Fisher, desenvolvido por Maddala e Wu (1999). Esse teste é recomendado para painéis não balanceados (i.e. quando algumas firmas não apresentam dados em todos os anos do período analisado), justamente o caso do painel desta pesquisa. A hipótese nula estabelece que existe raiz unitária e que a série é não estacionária. Espera-se, portanto, a rejeição da hipótese nula.

A Tabela 9 reporta os resultados do teste de Fisher aplicado às variáveis métricas.

Tabela 9 – Teste de raiz unitária

Variável	Código	Estatística Chi ²	p-valor
Índice de Qualidade da informação contábil	(IQIC)	1.198	0,0000
Índice de Qualidade da informação contábil - Delphi	(IQIC_delphi)	1.189	0,0000
Índice de Governança corporativa	(IGOV)	367	0,0806
Índice de Governança corporativa sem “divulgação”	(IGOV14)	437	0,0001
Divulgação	(DISC)	33	1,0000
Conselho de administração	(CONS)	102	1,0000
Ética e conflitos de interesse	(CONFL)	3	1,0000
Proteção dos acionistas	(DIR)	35	1,0000
Tamanho da firma	(TAM)	380	0,0304
Endividamento	(END)	812	0,0000
Oportunidade de crescimento	(PBV)	904	0,0000
Rentabilidade sobre o ativo	(ROA)	933	0,0000
Tangibilidade dos ativos	(TANG)	752	0,0000
Direito de controle dos 3 maiores acionistas	(3VDIR)	703	0,0000

Conforme esperado, os resultados indicam que a hipótese nula é rejeitada, ao nível de significância de 1%, para a maioria das variáveis: IQIC, IQIC_delphi, IGOV14, END, PBV, ROA, TANG e 3VDIR. Para a variável TAM, rejeita-se H_0 ao nível de significância de 5%, e para o IGOV, ao nível de 10%. Constata-se, assim, que essas séries são estacionárias.

³⁸ Para o leitor ainda não familiarizado com os conceitos de estacionariedade e de testes de raiz unitária, recomenda-se a consulta às obras de Gujarati (2006), Hill *et al.* (2006) e Wooldridge (2007).

Quando analisada cada dimensão do IGOV, os resultados indicam que as séries DISC, CONS, CONFL e DIR não são estacionárias. Essa constatação não compromete a pesquisa, pois essas variáveis representam apenas uma abertura do índice principal (IGOV), o qual se mostrou estacionário ao nível de 10%, e, sua medida alternativa, o IGOV14 mostrou-se estacionário ao nível de 1%. Ressalta-se, ainda, que as séries IQIC e IQIC_delphi também são estacionárias ao nível de significância de 1%.

Pode-se afirmar, portanto, que a condição de não correlação das primeiras diferenças defasadas dos regressores com os erros e os efeitos específicos está assegurada, pois o processo estocástico gerador dos dados dos regressores é estacionário para as variáveis principais da pesquisa. Respeitada essa condição, procede-se à avaliação dos resultados estimados pelo método GMM Sistemico.

A Tabela 10 apresenta os resultados das regressões estimadas no *software Stata 10.1*.

Nesse primeiro grupo de regressões, utilizou-se como variável dependente o Índice de Qualidade da Informação Contábil ($IQIC_{it}$), construído com base na fundamentação teórica. De acordo com a especificação dinâmica do método GMM, a variável dependente defasada em um período ($IQIC_{i, t-1}$) foi incluída entre os regressores para capturar o comportamento inercial da variável resposta.

As diferentes equações em cada grupo referem-se às métricas alternativas de governança corporativa adotadas na pesquisa: Índice de Governança Corporativa – IGOV (equação 1); níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa – N2NM (equação 2); IGOV sem a dimensão “divulgação” – IGOV14 (equação 3); e cada dimensão individual do IGOV, conforme definido na seção 3.3.2 (equação 4).

Os resultados dos demais testes de aderência para assegurar a validade do modelo GMM Sistemico são reportados, juntamente com os resultados das regressões, na Tabela 10: teste de autocorrelação de primeira e de segunda ordens ($m1$ e $m2$); teste de restrições de sobre-identificação de Hansen/Sargan (J); e teste de diferença de Hansen/Sargan.

Tabela 10 – Impacto da governança corporativa no IQIC: estimador GMM-Sis

		Variável dependente: IQIC _{it}			
		(1)	(2)	(3)	(4)
IQIC defasado em um período	(IQIC_{i,t-1})	0,51*** (5,01)	0,53*** (4,88)	0,46*** (4,44)	0,55*** (4,00)
Índice de Governança Corporativa	(IGOV_{it})	0,47*** (3,59)			
Níveis diferenciados de governança	(N2NM_{it})		1,82*** (3,50)		
IGOV sem a dimensão “divulgação”	(IGOV14_{it})			0,46*** (3,45)	
Divulgação	(DISC_{it})				-0,00 (-0,04)
Conselho de administração	(CONS_{it})				0,52*** (3,54)
Ética e conflitos de interesse	(CONFL_{it})				-0,09 (-0,50)
Proteção dos acionistas	(DIR_{it})				0,20 (0,97)
Tamanho da firma	(TAM_{it})	-0,06 (-1,14)	0,02 (0,48)	-0,03 (-0,55)	-0,14* (-1,84)
Endividamento	(END_{it})	-0,00 (-0,61)	-0,00 (-1,16)	-0,003** (-2,21)	-0,00 (-0,16)
Oportunidade de crescimento	(PBV_{it})	0,12*** (2,95)	0,12*** (3,21)	0,11*** (2,67)	0,13** (2,08)
Rentabilidade sobre o ativo	(ROA_{it})	0,01 (1,17)	0,00 (0,94)	0,00 (1,36)	0,00 (0,90)
Tangibilidade dos ativos	(TANG_{it})	-0,00 (-0,76)	0,00 (0,15)	-0,00 (-1,55)	-0,00 (-0,21)
Direito de controle dos 3 maiores acionistas	(3VDIR_{it})	0,02*** (3,43)	0,01*** (2,86)	0,02*** (3,17)	0,02** (2,22)
Lei 11.638/07	(D_{LEI})	0,25** (2,26)	0,44*** (6,01)	0,23** (2,05)	-0,04 (-0,22)
Observações		682	682	682	682
Instrumentos		43	42	43	49
m1		-6,24 (0,00)	-6,39 (0,00)	-6,33 (0,00)	-4,61 (0,00)
m2		-0,52 (0,60)	0,57 (0,57)	-0,66 (0,51)	-0,93 (0,35)
J de Hansen		74,20 (0,00)	78,33 (0,00)	74,01 (0,00)	46,91 (0,00)
Diferença em Sargan		11,46 (0,12)	8,93 (0,18)	12,18 (0,10)	11,32 (0,33)

A variável dependente é o IQIC. As definições das variáveis de governança corporativa e de controle estão na seção 3.3. As estimativas para as *dummies* de setor não estão reportadas. Utilizou-se o estimador GMM Sistêmico de um estágio, aplicando às variáveis a transformação de Primeira Diferença (PD). Utilizaram-se como instrumentos as transformações de PD defasadas e as defasagens apropriadas dos seguintes regressores endógenos: variáveis de governança corporativa, preço-valor patrimonial da ação (PBV) e IQIC defasado (IQIC_{i,t-1}). Assume-se que os demais regressores são estritamente exógenos. Os erros-padrão foram calculados utilizando-se dados agrupados por empresas e de maneira robusta à heterocedasticidade. A estatística *z* é apresentada entre parênteses. *, ** e *** revelam a significância estatística da estimativa nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. Para os testes de autocorrelação de primeira (*m1*) e segunda (*m2*) ordens, de restrições de sobre-identificação de Hansen (estatística *J*) e de diferenças entre estatísticas de Hansen/Sargan, reporta-se a estatística do teste e, entre parênteses, o seu nível descritivo (*p*-valor) correspondente.

Em todas as equações reportadas na Tabela 10, a primeira propriedade esperada do modelo foi observada, ou seja, o coeficiente do IQIC defasado é estatisticamente significativo ao nível de 1%. Isso demonstra o comportamento inercial da variável resposta e que a qualidade da informação contábil das firmas em cada ano é influenciada pelos seus valores passados.

Conforme esperado teoricamente, os coeficientes das variáveis de governança corporativa são positivos e estatisticamente significantes, ao nível de 1%: Índice de Governança Corporativa (IGOV), níveis diferenciados de listagem em bolsa (N2NM) e IGOV14, sem a dimensão “divulgação”. Dentre as dimensões da governança corporativa, aquela relacionada à composição e o funcionamento do conselho de administração (CONS) mostrou-se a única positiva e estatisticamente significativa, também ao nível de 1%.

Em relação às variáveis de controle, destacam-se a oportunidade de crescimento (PBV) e o direito de controle dos três maiores acionistas (3VDIR): em todas as equações essas variáveis apresentaram coeficientes estatisticamente positivos, com diferentes níveis de significância. A variável *dummy* introduzida para capturar os efeitos das mudanças contábeis promovidas pela Lei 11.638/07 apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo, com níveis de significância distintos, em três das quatro regressões. As demais variáveis não apresentaram significância e/ou um comportamento consistente entre as diferentes especificações.

Antes de aprofundar a análise desses achados, devem-se analisar os resultados dos testes de aderência aos pressupostos do modelo GMM Sistêmico. Em todas as equações da Tabela 10, a estatística de autocorrelação de primeira ordem ($m1$) é negativa e significativa e a de segunda ordem ($m2$) não é significativa, indicando que os erros não são autocorrelacionados. Os resultados da estatística da diferença em Sargan levam a não rejeição da hipótese nula de validade das suposições adicionais adotadas pelo GMM Sistêmico em relação ao GMM em diferenças. Esses testes corroboram fortemente os resultados estimados.

Entretanto, a análise da estatística J de Hansen não confirmou a possível condição de exogeneidade dos instrumentos, sugerindo a existência de um problema de sobre-identificação do modelo. De acordo com a literatura econométrica contemporânea, esse não é um problema crucial, pois o mais importante é a observância das condições de autocorrelação. Independentemente disso, quando utilizado o IQIC_delphi em substituição ao IQIC, esta condição é respeitada e o modelo validado, conforme demonstram os resultados da Tabela 11.

Tabela 11 – Impacto da governança corporativa no IQIC_delphi: estimador GMM-Sis

		Variável dependente: IQIC_delphi _{it}			
		(1)	(2)	(3)	(4)
IQIC_delphi defasado em um período	(IQIC_delphi_{i, t-1})	0,49*** (5,61)	0,49*** (5,60)	0,45*** (4,89)	0,49*** (4,24)
Índice de Governança Corporativa	(IGOV_{it})	0,42*** (3,44)			
Níveis diferenciados de governança	(N2NM_{it})		1,81*** (3,16)		
IGOV sem a dimensão “divulgação”	(IGOV14_{it})			0,39*** (3,01)	
Divulgação	(DISC_{it})				0,06 (0,62)
Conselho de administração	(CONS_{it})				0,23* (1,88)
Ética e conflitos de interesse	(CONFL_{it})				0,15 (1,17)
Proteção dos acionistas	(DIR_{it})				-0,04 (-0,26)
Tamanho da firma	(TAM_{it})	-0,02 (-0,39)	0,05 (1,35)	0,02 (0,43)	0,00 (0,04)
Endividamento	(END_{it})	-0,00 (-0,73)	-0,00 (-1,24)	-0,003** (-2,22)	-0,00 (-0,51)
Oportunidade de crescimento	(PBV_{it})	0,03 (0,81)	0,03 (0,94)	0,02 (0,46)	0,01 (0,20)
Rentabilidade sobre o ativo	(ROA_{it})	0,01 (1,55)	0,01 (1,39)	0,01 (1,64)	0,01 (1,40)
Tangibilidade dos ativos	(TANG_{it})	-0,00 (-1,46)	-0,00 (-0,38)	-0,01** (-2,05)	-0,00 (-1,07)
Direito de controle dos 3 maiores acionistas	(3VDIR_{it})	0,02*** (3,16)	0,01** (2,54)	0,01*** (2,74)	0,02*** (2,66)
Lei 11.638/07	(D_{LEI})	-0,04 (-0,38)	0,12* (1,68)	-0,05 (-0,44)	-0,13 (-0,79)
Observações		682	682	682	682
Instrumentos		43	42	43	49
m1		-6,09 (0,00)	-6,06 (0,00)	-5,92 (0,00)	-5,43 (0,00)
m2		0,08 (0,93)	0,64 (0,52)	-0,15 (0,88)	-0,09 (0,93)
J de Hansen		17,84 (0,27)	18,50 (0,19)	19,02 (0,21)	24,4 (0,14)
Diferença em Sargan		6,00 (0,54)	2,79 (0,84)	8,21 (0,32)	13,47 (0,20)

A variável dependente é o IQIC_delphi. As definições das variáveis de governança corporativa e de controle estão na seção 3.3. As estimativas para as *dummies* de setor não estão reportadas. Utilizou-se o estimador GMM Sistêmico de um estágio, aplicando às variáveis a transformação de Primeira Diferença (PD). Utilizaram-se como instrumentos as transformações de PD defasadas e as defasagens apropriadas dos seguintes regressores endógenos: variáveis de governança corporativa, preço-valor patrimonial da ação (PBV) e IQIC_delphi_{i, t-1}. Assume-se que os demais regressores são estritamente exógenos. Os erros-padrão foram calculados utilizando-se dados agrupados por empresas e de maneira robusta à heterocedasticidade. A estatística *z* é apresentada entre parênteses. *, ** e *** revelam a significância estatística da estimativa nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. Para os testes de autocorrelação de primeira (*m1*) e segunda (*m2*) ordens, de restrições de sobre-identificação de Hansen (estatística *J*) e de diferenças entre estatísticas de Hansen/Sargan, reporta-se a estatística do teste e, entre parênteses, o seu nível descritivo (*p*-valor) correspondente.

Iniciando a análise dos resultados da Tabela 11 pelos testes de aderência aos pressupostos do modelo GMM Sistêmico, constata-se que em todas as especificações: (i) a estatística de autocorrelação de primeira ordem ($m1$) é negativa e significativa e a de segunda ordem ($m2$) não é significativa, indicando que os erros não são autocorrelacionados; (ii) a estatística J de Hansen não rejeita a hipótese nula de não correlação entre o conjunto de instrumentos criados e os erros do modelo, confirmando a exogeneidade dos instrumentos; e (iii) a estatística Hansen/Sargan leva a não rejeição da hipótese nula de validade das suposições adicionais adotadas pelo GMM Sistêmico em relação ao GMM em diferenças.

Os resultados desses testes corroboram integralmente os pressupostos assumidos pelo método GMM Sistêmico, validando, assim, os modelos estimados. Ressalta-se, ainda, que o Índice de Qualidade da Informação Contábil validado pelos especialistas participantes da técnica Delphi (IQIC_delphi) mostrou-se mais adequado, comparativamente ao IQIC construído com base na fundamentação teórica e validado pelo alfa de Cronbach. Os resultados das regressões estimadas com a utilização do IQIC_delphi são integralmente robustos aos pressupostos do GMM Sistêmico e, portanto, mais confiáveis do que os resultados apresentados na Tabela 10.

Apesar dessa diferença, de uma maneira geral, os sinais e a significância dos coeficientes apresentados na Tabela 11 são muito similares. Assim como nas regressões estimadas com a utilização do IQIC, o coeficiente da variável resposta defasada (nesse caso, o $IQIC_delphi_{i,t-1}$) é estatisticamente significativo ao nível de 1%, comprovando seu comportamento inercial.

Em relação ao sinal e à significância das variáveis de governança corporativa, principal interesse da pesquisa, constata-se que o Índice de Governança Corporativa (IGOV), os níveis diferenciados de listagem em bolsa (N2NM) e o IGOV14 também apresentaram coeficientes positivos e estatisticamente significantes, ao nível de 1%. A dimensão da governança corporativa relacionada à composição e ao funcionamento do conselho de administração apresentou coeficiente positivo, mas com um nível de significância de 10%.

Dentre as variáveis de controle, não obstante os diferentes níveis de significância, apenas o direito de controle dos três maiores acionistas (3VDIR) mostrou-se positivo e significativo em todas as especificações. O coeficiente estimado da Lei 11.638/07 apresentou sinal positivo e estatisticamente significativo em apenas uma das quatro regressões estimadas. As demais variáveis não apresentaram significância e/ou um comportamento consistente.

Portanto, conforme esperado teoricamente, os resultados estimados pelo GMM Sistemico confirmam a hipótese da pesquisa de que quanto maior o nível de governança corporativa da firma, maior o índice de qualidade da informação contábil.

Constata-se, também, que a qualidade da informação contábil das firmas em cada ano é influenciada pelos seus valores passados.

Dentre os mecanismos governança corporativa, a dimensão composição e funcionamento do conselho de administração mostrou-se a mais importante. Isso significa que algumas práticas recomendadas de governança corporativa impactam positivamente a qualidade da informação contábil das firmas no Brasil como, por exemplo: ocupação da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas diferentes; formação do conselho por membros externos, com no mínimo 5 membros; conselheiros com mandatos de 1 ano, etc.

Além da governança corporativa, outro determinante da qualidade da informação contábil que se mostrou significativo, em todas as especificações, é o direito de controle dos três maiores acionistas. Isso significa que quanto maior a concentração acionária da firma, maior a qualidade da informação contábil.

Por fim, diferentemente do esperado, não foi possível afirmar que a Lei 11.638/07 está associada ao aumento da qualidade da informação contábil, uma vez que em certas especificações seu coeficiente não se mostrou positivo e significativo.

Metodologicamente, esses resultados são os mais confiáveis da pesquisa, pois estão controlando um potencial problema endógeno decorrente da simultaneidade entre a estrutura de governança corporativa da firma e a qualidade da informação contábil.

Além disso, as suposições do método GMM Sistemico foram comprovadas, validando os diversos modelos de regressões estimados, principalmente aqueles nos quais se utilizaram o IQIC_delphi como medida da qualidade da informação contábil.

A fim de se comprovar os resultados obtidos pelo método GMM Sistemico e tomar uma decisão ainda mais segura acerca da aceitação ou rejeição da hipótese da pesquisa, realizaram-se testes adicionais de robustez, conforme apresentado na seção seguinte.

4.3.3 Modelos com especificações alternativas

Os modelos com especificações alternativas são estimados por *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Painel por Efeitos Aleatórios (EA), Painel por Efeitos Fixos (EF) e seus resultados comparados com aqueles obtidos pelo método GMM Sistemico. O racional dessa metodologia é verificar se, ao estimar diferentes modelos econométricos com graus crescentes de complexidade e robustez, o sinal e a significância das variáveis de interesse se mantêm.

Além da estimativa dos referidos modelos, analisam-se também os resultados dos seguintes testes: (i) estatística do Fator de Inflação da Variância (*Variance Inflation Factor - VIF*), para detectar eventuais problemas de multicolinearidade entre as variáveis utilizadas no modelo POLS; (ii) teste de Breusch-Pagan, para comparar as estimativas realizadas entre POLS e Painel por Efeitos Aleatórios; e, caso necessário, (iii) teste de Hausman, para comparar as estimativas realizadas entre Painel por Efeitos Aleatórios e por Efeitos Fixos.

Por meio desses testes, é possível identificar o melhor modelo dentre as três especificações. Entretanto, conforme ressaltado anteriormente, nenhuma dessas três formas controla o problema da simultaneidade entre as variáveis. Portanto, os resultados do método GMM Sistemico devem ser considerados os mais confiáveis e, conseqüentemente, os principais.

No primeiro grupo de regressões, utilizou-se como variável dependente o Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC_{it}), construído com base na fundamentação teórica e validado pelo alfa de Cronbach. Como principal medida de governança, utilizou-se o Índice de Governança Corporativa (IGOV). As demais variáveis de controle são as mesmas utilizadas no método GMM Sistemico. Ressalta-se, ainda, que apenas o método GMM Sistemico inclui a variável dependente defasada em um período (IQIC_{i, t-1}) entre os regressores.

As diferentes equações referem-se aos métodos alternativos empregados para estimativa dos respectivos modelos econométricos: POLS (equação 1), Painel por Efeitos Aleatórios (equação 2), Painel por Efeitos Fixos (equação 3) e, por fim, o resultados reapresentados do método GMM Sistemico (equação 4), para fins de comparação.

A Tabela 12 reporta os resultados das regressões estimadas no *software Stata 10.1*.

Tabela 12 – Impacto da governança corporativa no IQIC: especificações alternativas

		Variável dependente: IQIC _{it}			
		(1)	(2)	(3)	(4)
		POLS	EA	EF	GMM-Sis
IQIC defasado em um período	(IQIC_{i, t-1})				0,51*** (5,01)
Índice de Governança Corporativa	(IGOV_{it})	0,18*** (5,38)	0,16*** (3,88)	0,12** (2,13)	0,47*** (3,59)
Tamanho da firma	(TAM_{it})	0,24*** (6,26)	0,28*** (5,41)	0,72*** (3,04)	-0,06 (-1,14)
Endividamento	(END_{it})	-0,006*** (-4,38)	-0,005*** (-3,17)	-0,004 (-1,55)	-0,00 (-0,61)
Oportunidade de crescimento	(PBV_{it})	0,07*** (3,02)	0,07*** (2,95)	0,09** (2,41)	0,12*** (2,95)
Rentabilidade sobre o ativo	(ROA_{it})	0,02*** (3,26)	0,01*** (2,95)	0,01** (2,32)	0,01 (1,17)
Tangibilidade dos ativos	(TANG_{it})	-0,007** (-2,35)	-0,008** (-2,47)	-0,01* (-1,84)	-0,00 (-0,76)
Direito de controle dos 3 maiores acionistas	(3VDIR_{it})	0,004 (1,38)	0,005 (1,53)	0,01** (2,41)	0,02*** (3,43)
Lei 11.638/07	(D_{LEI})	0,42*** (4,25)	0,49*** (7,50)	0,52*** (5,76)	0,25** (2,26)
Observações		683	683	683	682
R²		41,85%	43,52%	28,80%	
F (prob.)		0,000	0,000	0,000	
Wald Chi² (prob.)					0,000
Instrumentos					43
VIF		1,47			
Breusch-Pagan			339,65 (0,00)		
Hausman				57,95 (0,00)	
m1					-6,24 (0,00)
m2					-0,52 (0,60)
J de Hansen					74,20 (0,00)
Diferença em Sargan					11,46 (0,12)

A variável dependente é o IQIC. As definições da variável de governança corporativa e de controle estão na seção 3.3. As estimativas para as *dummies* de setor não estão reportadas. Utilizaram-se os seguintes estimadores para as equações 1, 2, 3 e 4: POLS, Paineis por Efeitos Aleatórios (EA), Paineis por Efeitos Fixos (EF) e GMM Sistemático (GMM-Sis), respectivamente. A estatística *t* (ou *z*) é apresentada entre parênteses. *, ** e *** revelam a significância estatística da estimativa nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. No caso do GMM-Sis, utilizaram-se como instrumentos as transformações de primeiras diferenças defasadas e as defasagens apropriadas dos seguintes regressores endógenos: variáveis de governança corporativa, preço-valor patrimonial da ação (PBV) e IQIC defasado (IQIC_{i, t-1}). Assume-se que os demais regressores são estritamente exógenos. Os erros-padrão foram calculados de maneira robusta à heterocedasticidade. Para a equação 1, reporta-se a estatística VIF para a verificação de eventuais problemas de multicolinearidade. Para os testes de Breusch-Pagan, de Hausman, de autocorrelação de primeira (*m1*) e segunda (*m2*) ordens, de restrições de sobre-identificação de Hansen (estatística *J*) e de diferenças entre estatísticas de Hansen/Sargan, reporta-se a estatística do teste *e*, entre parênteses, o seu nível descritivo (*p*-valor) correspondente.

Inicialmente, analisam-se os resultados da estatística VIF e, na sequência, os resultados dos testes comparativos para identificar o melhor modelo entre POLS, EA e EF.

Segundo Gujarati (2006, p.292), embora não exista um único método para identificar a presença de multicolinearidade entre as variáveis, na prática, os pesquisadores esperam que o VIF seja inferior a 10. O VIF obtido totalizou 1,47, valor bem abaixo desse limite³⁹, o que sugere a ausência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

De acordo com o resultado do teste de Breusch-Pagan, rejeita-se a hipótese nula de que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero, sendo o modelo EA melhor do que o POLS. Ao realizar, na sequência, o teste de Hausman, também se rejeita a hipótese nula de que o modelo de correção dos erros por efeitos aleatórios é adequado. Conclui-se, assim, que o estimador por EF é o mais apropriado dentre os três.

Portanto, ao analisar os resultados da Tabela 12, devem-se comparar principalmente os resultados estimados em Painel por Efeitos Fixos (EF) com os resultados obtidos pelo método GMM Sistemico (GMM-Sis).

O poder de explicação dos modelos, medido pelo R^2 , é similar para POLS e EA: 41,85% e 43,52%, respectivamente. Para o modelo EF, o R^2 totalizou 28,80%. De acordo com o p -valor da estatística F , os modelos são considerados válidos.

Conforme esperado teoricamente, o coeficiente da variável de governança corporativa (IGOV) mostrou-se positivo e estatisticamente significativo, ao nível de 1%, nas especificações estimadas por POLS e EA. No caso do modelo estimado em Painel por EF, o coeficiente também é positivo, mas significativo ao nível de 5%. Esses resultados convergem com aqueles obtidos pelo método GMM Sistemico.

Em relação às variáveis de controle, destacam-se a oportunidade de crescimento (PBV) e o direito de controle dos três maiores acionistas (3VDIR), as quais apresentaram coeficientes positivos e significantes, principalmente no modelo EF.

³⁹ Segundo Almeida *et al.* (2009), um VIF de até 5 pode ser considerado aceitável.

A variável *dummy* introduzida para capturar os efeitos da Lei 11.638/07 apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo, com níveis de significância distintos, em todos os modelos.

Embora as variáveis tamanho (TAM) e rentabilidade sobre o ativo (ROA) tenham apresentado coeficientes positivos e estatisticamente significantes nos modelos POLS, EA e EF, esses resultados não foram confirmados pelo GMM sistêmico. O raciocínio é análogo à tangibilidade dos ativos (TANG), que apresentou coeficiente com sinal negativo.

As demais variáveis não apresentaram significância e/ou um comportamento consistente entre as diferentes especificações.

De uma maneira geral, esses resultados são consistentes com aqueles obtidos pelo método GMM Sistêmico. Entretanto, conforme explicado anteriormente, a análise da estatística *J* de Hansen não confirmou a possível condição de exogeneidade dos instrumentos, sugerindo a existência de um problema de sobre-identificação do modelo.

Embora esse não seja um problema crucial, tendo em vista que os demais pressupostos foram respeitados, ao substituir o IQIC completo pelo IQIC_delphi, validado pelos especialistas, essa condição passa a ser respeitada e o modelo, então, é integralmente validado.

Nesse sentido, apresenta-se um segundo grupo de regressões também estimadas por POLS, EA e EF para verificar novamente se o sinal e a significância dos coeficientes estimados pelo método GMM Sistêmico se mantêm.

Para esse segundo grupo de regressões, utilizou-se como variável dependente o Índice de Qualidade da Informação Contábil validado pelos especialistas participantes da técnica Delphi (IQIC_delphi_{it}). A fim de conferir maior robustez a esses resultados, substituiu-se também a variável independente de interesse, utilizando-se, como métrica alternativa ao IGOV, a adesão ao níveis diferenciados de listagem na BMF&Bovespa (N2NM).

A Tabela 13 reporta os resultados das regressões estimadas no *software Stata 10.1*.

Tabela 13 – Impacto da governança corporativa no IQIC_delphi: especificações alternativas

		Variável dependente: IQIC_delphi _{it}			
		(1)	(2)	(3)	(4)
		POLS	EA	EF	GMM-Sis
IQIC_delphi defasado em um período	(IQIC_delphi_{i,t-1})				0,49*** (5,60)
Níveis diferenciados de governança	(N2NM_{it})	0,57*** (4,42)	0,61*** (3,62)	0,47** (2,03)	1,81*** (3,16)
Tamanho da firma	(TAM_{it})	0,29*** (7,70)	0,30*** (5,75)	0,38* (1,84)	0,05 (1,35)
Endividamento	(END_{it})	-0,006*** (-4,45)	-0,004*** (-3,01)	-0,002 (-1,08)	-0,00 (-1,24)
Oportunidade de crescimento	(PBV_{it})	0,07*** (3,48)	0,04* (1,69)	0,02 (0,78)	0,03 (0,94)
Rentabilidade sobre o ativo	(ROA_{it})	0,02*** (3,11)	0,01*** (2,99)	0,01*** (2,68)	0,01 (1,39)
Tangibilidade dos ativos	(TANG_{it})	-0,005 (-1,61)	-0,01** (-2,59)	-0,01** (-2,57)	-0,00 (-0,38)
Direito de controle dos 3 maiores acionistas	(3VDIR_{it})	0,00 (0,36)	0,00 (1,40)	0,01** (2,51)	0,01** (2,54)
Lei 11.638	(D_{LEI})	0,25** (2,55)	0,26*** (4,42)	0,32*** (3,45)	0,12* (1,68)
Observações		683	683	683	682
R²		39,00%	40,26%	18,91%	
F (prob.)		0,000	0,000	0,000	
Wald Chi² (prob.)					0,000
Instrumentos					42
VIF		1,45			
Breusch-Pagan			418,15 (0,00)		
Hausman				64,26 (0,00)	
m1					-6,06 (0,00)
m2					0,64 (0,52)
J de Hansen					18,50 (0,19)
Diferença em Sargan					2,79 (0,84)

A variável dependente é o IQIC_delphi. As definições da variável de governança corporativa e de controle estão na seção 3.3. As estimativas para as *dummies* de setor não estão reportadas. Utilizaram-se os seguintes estimadores para as equações 1, 2, 3 e 4: POLS, Paineis por Efeitos Aleatórios (EA), Paineis por Efeitos Fixos (EF) e GMM Sistêmico (GMM-Sis), respectivamente. A estatística *t* (ou *z*) é apresentada entre parênteses. *, ** e *** revelam a significância estatística da estimativa nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. No caso do GMM-Sis, utilizaram-se como instrumentos as transformações de primeiras diferenças defasadas e as defasagens apropriadas dos seguintes regressores endógenos: variáveis de governança corporativa, preço-valor patrimonial da ação (PBV) e IQIC_delphi defasado (IQIC_delphi_{i,t-1}). Assume-se que os demais regressores são estritamente exógenos. Os erros-padrão foram calculados de maneira robusta à heterocedasticidade. Para a equação 1, reporta-se a estatística VIF para a verificação de eventuais problemas de multicolinearidade. Para os testes de Breusch-Pagan, de Hausman, de autocorrelação de primeira (*m1*) e segunda (*m2*) ordens, de restrições de sobre-identificação de Hansen (estatística *J*) e de diferenças entre estatísticas de Hansen/Sargan, reporta-se a estatística do teste e, entre parênteses, o seu nível descritivo (*p*-valor) correspondente.

Assim como os resultados reportados no grupo anterior, não existe problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes do modelo POLS e o modelo estimado por Painel EF é considerado o mais adequado dentre POLS, EA e EF. Além disso, conforme já explicado, todos os pressupostos do método GMM Sistemico foram respeitados.

O poder de explicação dos modelos, medido pelo R^2 , é similar para POLS e EA: 39,00% e 40,26%, respectivamente. Para o modelo EF, o R^2 totalizou 18,91%. De acordo com o p -valor da estatística F , os modelos são considerados válidos.

Tal como esperado, o coeficiente da variável de governança corporativa (N2NM) mostrou-se positivo e estatisticamente significativo, ao nível de 1%, nas especificações POLS e EA. Na especificação EF, o coeficiente mostrou-se significativo ao nível de 5%.

Dentre as variáveis de controle, mais uma vez o direito de controle dos três maiores acionistas (3VDIR) mostrou-se positivo e significativo, ao nível de 5%, no modelo estimado por Painel EF. O coeficiente da *dummy* de Lei 11.638/07 apresentou sinal positivo e estatisticamente significativo, com diferentes níveis de significância, em todas as especificações.

Apesar de as variáveis tamanho (TAM) e rentabilidade sobre o ativo (ROA) terem apresentado coeficientes positivos e estatisticamente significantes nos modelos POLS, EA e EF, esses resultados não foram confirmados pelo GMM sistemico. O raciocínio é análogo à tangibilidade dos ativos (TANG), que apresentou coeficiente com sinal negativo e significativo para os modelos EA e EF, mas não para o modelo estimado pelo GMM Sistemico.

As demais variáveis não apresentaram significância e/ou um comportamento consistente entre as diferentes especificações.

Portanto, de acordo com os resultados estimados pelas especificações alternativas e pelo GMM Sistemico, confirma-se a hipótese da pesquisa de que quanto maior o nível de governança corporativa da firma, maior o índice de qualidade da informação contábil.

Além da governança corporativa, o direito de controle dos três maiores acionistas constitui outro determinante da qualidade da informação contábil, mostrando-se positivo e significativo nos principais modelos estimados.

Deve-se ter cautela para avaliar a significância da Lei 11.638/07. Embora nos modelos estimados por POLS, Painel EA e EF, seu coeficiente tenha se mostrado positivo e significativo, constatou-se na seção anterior que, dependendo da variável de governança corporativa utilizada no método GMM Sistêmico, esse resultado não se mantém.

Por fim, como testes de robustez adicionais, estimaram-se os seguintes modelos: (i) com a base de dados original (sem os efeitos do processo de “winsorização”); (ii) com a utilização do IQIC ponderado pelas maiores notas dadas pelos especialistas; e (iii) com o uso de variável *dummy* setorial específica, baseada no trabalho de Silva *et al.* (2009), em substituição aos setores adotados de acordo com a classificação do Economática^{® 40}. De uma maneira geral, os resultados (não reportados) confirmam a estabilidade das estimativas.

4.4 Síntese da análise dos resultados

Resumem-se, a seguir, os principais resultados obtidos na pesquisa:

- O Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC) foi considerado válido, internamente, pelo alfa de Cronbach e, externamente, pelos especialistas participantes da técnica Delphi.
- Dentre as questões do IQIC, apenas aquela que trata da divulgação da remuneração fixa e variável paga aos executivos e conselheiros sugeriu a falta de consenso entre os especialistas consultados.
- Portanto, utilizaram-se na pesquisa duas métricas complementares como *proxy* da qualidade da informação contábil: (i) o IQIC completo, construído com base na fundamentação teórica e validado pelo alfa de Cronbach; e (ii) o IQIC_delphi, validado pelos especialistas, sem considerar a questão da divulgação da remuneração de executivos e conselheiros.

⁴⁰ A *dummy* considerada no modelo para diferenciar as empresas pertencentes a setores que possuem regulação contábil não apresentou significância estatística.

- Apesar de o IQIC ter apresentado tendência crescente no período analisado, identificaram-se aspectos que prejudicam a qualidade da informação contábil como, por exemplo, o baixo índice de divulgação: (i) de demonstrações em moeda de poder aquisitivo constante, (ii) de informações sobre a remuneração de executivos e conselheiros, e (iii) de divulgação do custo do capital próprio e/ou de medidas de lucro econômico. Essas evidências convergem com o modelo brasileiro de divulgação de informações corporativas descrito por Silveira (2010, p. 185-186).
- Os coeficientes de correlação de Pearson e de Spearman indicam que o nível de governança corporativa da firma, aproximada pelo IGOV, e a qualidade da informação contábil, mensurada pelo IQIC, apresentam uma relação linear positiva e estatisticamente significativa.
- Os resultados dos modelos econométricos estimados pelo GMM Sistêmico são robustos ao problema da simultaneidade entre as variáveis de interesse. Suas suposições foram comprovadas e os modelos estimados validados, principalmente aqueles nos quais se utilizaram o IQIC_delphi como medida da qualidade da informação contábil.
- Conforme esperado pela especificação dinâmica do modelo, constatou-se que a qualidade da informação contábil é influenciada pelos seus valores passados.
- Os resultados das regressões estimadas pelo método GMM Sistêmico confirmaram a hipótese da pesquisa de que quanto maior o nível de governança corporativa da firma, maior o índice de qualidade da informação contábil. Esses resultados corroboram a proposição teórica de Cohen *et al.* (2004) e convergem com as evidências empíricas internacionais reportadas por Dechow e Schrand (2004) e Francis *et al.* (2006).
- Em termos de significância econômica, as estimativas obtidas por meio da aplicação do GMM Sistêmico indicam que caso uma empresa saia da pior pontuação de governança corporativa para a melhor, o IQIC deve apresentar um incremento de 390% e o IQIC_delphi de 349%.

- Dentre os mecanismos de governança corporativa, a dimensão composição e funcionamento do conselho de administração foi a única que apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo. Esse resultado é consistente com as evidências reportadas por Silveira (2005) e Dechow *et al.* (2010), além de corroborar a afirmação de Davis *et al.* (2008, p. 121) de que “O conselho de administração é o elo crítico pelo qual a empresa se torna responsável e passa a prestar contas aos proprietários de ações”.
- Além da governança corporativa, o direito de controle dos três maiores acionistas também constitui fator determinante do IQIC. Os resultados sugerem que quanto maior a concentração acionária, maior a qualidade da informação contábil da firma. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que, no Brasil, as companhias abertas apresentam uma estrutura de propriedade concentrada (LEAL, 2002), a qual pode gerar maior monitoramento dos executivos (SILVEIRA, 2006 e SILVEIRA, 2010) e, conseqüentemente, influenciar positivamente a qualidade da informação contábil.
- Uma das expectativas do mercado é a de que a promulgação da Lei 11.638/07 deva contribuir com a diminuição dos custos de captação de recursos das empresas, uma vez que investidores e credores passarão a ter acesso a informações contábeis com qualidade superior (REVISTA CAPITAL ABERTO, 2011, p.11). Entretanto, diferentemente do esperado, não é possível afirmar com segurança se a mesma está associada positivamente ao IQIC, tendo em vista que, em algumas especificações do método GMM Sistêmico, a variável não se mostrou positiva e significativa. De qualquer forma, esse resultado demonstra que, mesmo com um fator estritamente exógeno e comum a todas as empresas, a estrutura de governança corporativa da firma constitui uma das principais variáveis explicativas da qualidade da informação contábil.
- As demais variáveis de controle não apresentaram significância estatística e/ou um comportamento consistente (i.e. manutenção do sentido da relação entre as variáveis), dadas as diferentes especificações dos modelos econométricos estimados.

- Os resultados dos modelos com especificações alternativas, estimados por POLS, Paineis por Efeitos Aleatórios e por Efeitos Fixos, são consistentes com os resultados principais obtidos pelo método GMM Sistemático. Por fim, testes adicionais de robustez efetuados com a base de dados sem os efeitos do processo de “winsorização”, com a utilização do IQIC ponderado e com o uso de variável *dummy* setorial específica também confirmaram a estabilidade das estimativas.

5 CONCLUSÕES

O objetivo geral desta pesquisa foi avaliar empiricamente o impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa sobre a qualidade da informação contábil, mensurada por meio de um índice original adaptado à realidade brasileira. Os objetivos específicos do trabalho compreenderam a construção e validação do Índice de Qualidade da Informação Contábil (IQIC), bem como a identificação de seus potenciais fatores determinantes. A vantagem do uso de um índice como o IQIC, comparativamente à adoção de modelos já existentes que mensuram a qualidade do lucro, foi a possibilidade de um controle mais adequado do problema da simultaneidade que envolve as variáveis de governança corporativa e de qualidade da informação contábil.

Para construção do IQIC, foram elaboradas doze perguntas objetivas que buscaram capturar as duas principais características qualitativas da informação contábil: a confiabilidade e a relevância. O IQIC mostrou-se complementar aos índices de governança desenvolvidos originalmente por Leal e Carvalhal da Silva (2007), Silveira (2006) e utilizados posteriormente por Lopes e Walker (2008). Por outro lado, diferencia-se dos índices de *disclosure* de Lanzana (2004), Lopes e Alencar (2008), Lima (2009) e Murcia e Santos (2009), pois incorpora outras etapas do processo contábil não restritas à divulgação, tais como: mensuração de ativos, registro de despesas, republicação de balanços etc.

A fim de minimizar potenciais vieses do pesquisador na escolha das questões que compõem o IQIC, empregaram-se duas formas complementares para sua validação. De acordo com os resultados do teste de validação interna, realizado por meio do cálculo e da análise do alfa de Cronbach, não foi possível afirmar que o IQIC não é válido. Ressalta-se, entretanto, que o valor alfa ficou muito próximo do intervalo limite de decisão. Nesse sentido, a aplicação de uma forma complementar de validação, realizada por meio da aplicação da técnica Delphi, demonstrou-se, no mínimo, prudente. De acordo com a opinião de oito *experts* no cenário contábil nacional e internacional, obteve-se o consenso sobre a validade das questões do IQIC. Apenas a questão que trata da remuneração fixa e variável paga aos executivos e conselheiros apresentou uma elevada dispersão nas respostas, sugerindo uma falta de consenso, entre os especialistas consultados, sobre a importância de sua divulgação.

Portanto, utilizaram-se nesta pesquisa duas métricas como *proxy* da qualidade da informação contábil: (i) o IQIC completo, construído com base na fundamentação teórica e validado pelo alfa de Cronbach; e (ii) o IQIC_delphi, validado pelos especialistas, sem considerar a questão da divulgação da remuneração de executivos e conselheiros.

Para o estudo empírico, elaborou-se um modelo linear de regressão, cujos parâmetros estimados permitiram a realização de inferências acerca do impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa sobre a qualidade da informação contábil, aproximada pelo IQIC ou IQIC_delphi. O modelo considerou a qualidade da informação contábil como função do nível de governança corporativa e de um conjunto de variáveis de controle da firma, tais como: tamanho, endividamento, oportunidade de crescimento, rentabilidade, tangibilidade dos ativos e direito de controle dos três maiores acionistas. Como principal medida de governança corporativa, utilizou-se o Índice de Governança Corporativa (IGOV), desenvolvido e disponibilizado por Leal e Carvalhal da Silva (2007) e, como medidas alternativas ao IGOV, utilizaram-se a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa e variações do IGOV. Adicionalmente, também foram incluídas no modelo *dummies* setoriais e *dummy* de tempo; esta última foi introduzida para capturar os efeitos das mudanças contábeis promovidas pela Lei 11.638/07.

A amostra da pesquisa foi formada por 200 empresas de capital aberto, analisadas no período de 2006 a 2009, representando 85,1% da capitalização total de mercado no ano de 2009. Analisaram-se 683 observações por variável. Para o IQIC, foram levantados dados para um ano adicional, totalizando 882 observações e 10.584 itens coletados manualmente.

Os parâmetros do modelo econométrico foram estimados pelo método GMM Sistêmico, o qual permitiu o tratamento do problema da simultaneidade entre as variáveis de governança e qualidade da informação contábil. As suposições do modelo, desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), foram comprovadas e os modelos estimados foram considerados válidos, principalmente aqueles nos quais se utilizaram o IQIC_delphi como *proxy* para a qualidade da informação contábil. Portanto, pode-se afirmar que o IQIC validado pelos especialistas mostrou-se o mais adequado para ser utilizado nos modelos econométricos. Como testes de robustez, também foram considerados modelos com especificações alternativas, estimados por POLS, Paineis por Efeitos Aleatórios e por Efeitos Fixos.

Os resultados estimados pelo GMM Sistêmico, e também pelos modelos com especificações alternativas, confirmaram a hipótese da pesquisa de que quanto maior o nível de governança corporativa da firma, maior o índice de qualidade da informação contábil. Nesse sentido, evidenciou-se que existe uma relação de complementaridade, e não de substituição, entre a estrutura de governança corporativa e a qualidade da informação contábil das firmas no Brasil. Esses resultados confirmam a proposição de Cohen *et al.* (2004) e convergem com as evidências empíricas internacionais reportadas por Dechow e Schrand (2004), Francis *et al.* (2006) e Dechow *et al.* (2010). Além dessa constatação, essas evidências podem auxiliar os pesquisadores a identificar de forma mais adequada a direção da relação causal entre a governança corporativa e os atributos da informação contábil, conforme exposto recentemente por Armstrong *et al.* (2010). Ressalta-se, entretanto que, mesmo utilizando um método econométrico avançado, as afirmativas que envolvem a relação causal entre variáveis no campo das ciências humanas aplicadas devem ser feitas sempre com cautela. Isso posto, pode-se afirmar que o impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa na qualidade da informação contábil das firmas no Brasil é positivo e significativo.

Dentre as dimensões da governança corporativa, o conselho de administração foi a única dimensão que se demonstrou positiva e estatisticamente significativa. Esse resultado converge com as evidências reportadas por Silveira (2005) e Dechow *et al.* (2010) e corrobora o entendimento de Davis *et al.* (2008) acerca da importância da existência de um conselho ativo, independente e bem informado para contribuir com a elaboração e divulgação de informações contábeis com qualidade superior e, conseqüentemente, com a redução da assimetria de informação entre executivos e investidores submetidos a um conflito de agência.

Além da governança corporativa, a qualidade da informação contábil também é influenciada pelos seus valores passados. Dentre seus demais determinantes potenciais, pode-se afirmar, com segurança, que apenas o direito de controle dos três maiores acionistas exerce uma influência positiva e significativa. Nesse caso, a concentração acionária em países com baixa proteção legal ao investidor (LA PORTA *et al.*, 1998), como o Brasil, pode resultar em um maior monitoramento dos executivos (SILVEIRA, 2010) e, conseqüentemente, uma maior influência positiva na qualidade da informação contábil. Em relação à Lei 11.638/07, seu coeficiente não se mostrou significativo e positivo em alguns modelos, o que indica, para o contexto desta pesquisa, um resultado inconclusivo. As demais variáveis não apresentaram significância estatística e/ou um comportamento consistente.

Conclui-se, portanto, que a estrutura de governança corporativa da firma constitui uma das principais variáveis explicativas da qualidade da informação contábil. Essa constatação é relevante, pois, ao contrário da perspectiva institucional desenvolvida nos trabalhos de Nobes (1998) e Ball *et al.* (2003), a qualidade da informação contábil pode ser influenciada por características específicas da firma e não necessariamente apenas pela origem legal do País e pelo grau de desenvolvimento de seu mercado de capitais, conforme sugerido por Holthausen (2003) e constatado por Lopes e Walker (2008). Destaca-se, ainda, que os resultados desta pesquisa trazem duas contribuições inéditas à literatura: (i) a proposição de um índice original aplicado à realidade brasileira para se mensurar objetivamente a qualidade da informação contábil; e (ii) a apresentação de resultados estimados pelo método GMM Sistêmico, mitigando os problemas de endogeneidade em trabalhos anteriores desta natureza.

Por fim, as implicações práticas desta tese são significativas para executivos, conselheiros, contadores, auditores, investidores, credores e reguladores. Em resumo, para que o mercado disponha de informações contábeis com qualidade superior, deve-se investir no aprimoramento das práticas recomendadas de governança corporativa e no incentivo para que as firmas no Brasil busquem cada vez mais sua adoção e efetiva implementação. Dessa forma, é possível superar obstáculos, conforme definido por Rajan e Zingales (2004), para a criação de uma maior oferta de recursos para o financiamento das empresas. Além disso, firmas com uma estrutura de governança corporativa eficiente (i.e. que assegure que as decisões sejam tomadas no melhor interesse de longo prazo dos acionistas) devem contribuir para a diminuição de ocorrência de escândalos contábeis.

Como sugestões para pesquisas futuras, têm-se os seguintes temas merecedores de uma investigação mais profunda: a avaliação do impacto da qualidade da informação contábil sobre o desempenho e o valor das firmas; a validação do IQIC junto aos usuários da informação contábil; a revisão e eventual substituição de questões do Índice que passaram a ser obrigatórias com a promulgação da Lei 11.638/07; e a avaliação do comportamento do IQIC em modelos empíricos já existentes que visam à mensuração da qualidade do lucro, tais como os modelos de *accruals*, persistência e, principalmente, de *value relevance*.

REFERÊNCIAS

AHMED, Anwer S.; DUELLMAN, Scott. *Accounting conservatism and board of directors characteristics: an empirical analysis*. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=887301>>. Acesso em: 24/08/2011.

ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. *Production, information costs and economic organization*. **American Economic Information Review**, 62, p.777-795, December, 1972.

ALMEIDA, José Elias Feres de *et al.* *Corporate governance and ADR effects on earnings quality in the Brazilian capital markets*. **Corporate Ownership & Control**. v. 7, 2009.

_____. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. São Paulo, 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ANTUNES, Gustavo Amorim *et al.* Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, p. 1-14, 2010.

ARELLANO, Manuel; BOVER, Olympia. *Another look at the instrumental variable estimation of error-components models*. **Journal of Econometrics**. Amsterdam, v. 68, n. 1, p. 29-51, Jul. 1995.

ARMSTRONG, Cristopher S. *et al.* *The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 50, p. 179-234, 2010.

ARMSTRONG, J. Scott. *Introduction to paper and commentaries on the Delphi technique*. **International Journal of Forecasting**, v. 15, p. 351-352, 1999.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BALL, Ray *et al.* *Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian Countries*. **Journal of Accounting and Economics**, 36, p. 235-270, 2003.

_____. *et al.* *The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings*. **Journal of Accounting and Economics**, 29, p. 1-51, 2000.

BARROS, Lucas Ayres B. de C. *et al.* *Endogeneity in corporate finance empirical research (in portuguese)*. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em: 24/08/2011.

_____. **Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes.** São Paulo, 2005. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BARTH, Mary E. *et al.* **Accounting quality: international accounting standards and US GAAP.** Working chapter, Stanford University, 2006.

BARUA, Abhijit. **Using the FASB's qualitative characteristics in earnings quality measures.** 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=815784>>. Acesso em: 24/08/2011.

BARZEL, Yoram. **Economic analysis of property rights.** 2nd ed. Cambridge University Press, 2003.

BASU, Sudipta. **The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings.** *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, n. 1, p. 3-37, 1997.

BEAVER, William H. **Financial reporting: an accounting revolution.** 3rd ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

BECHT, Marco *et al.* **Corporate governance and control.** *ECGI Finance Working Paper*, n. 02/2002, 2002. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=343461>. Acesso em: 24/08/2011.

BELLOVARY, Jodi L. *et al.* **Earnings quality: it's time to measure and report.** *The CPA Journal*, v. 75, 11, p. 32-37, 2005.

BERLE, Adolph; MEANS, Gardne. **The modern corporation and private property.** New York: Macmillian, 1932.

BLACK, Bernard S. *et al.* **The corporate governance of privately controlled brazilian firms.** *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, 2009.

BLUNDELL, Richard; BOND, Stephen. **Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models.** *Journal of Econometrics*. Amsterdam, v. 87, n. 1, p. 115-143, Aug. 1998.

BØHREN, Øyvind; ØDEGAARD, Bernt Arne. **Governance and performance revisited.** *ECGI finance working paper*, n. 28/2003, September, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=423461>. Acesso em: 24/08/2011.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 31 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei 6.404/1976 e da Lei 6.385/1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 24/08/2011.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 24/08/2011.

BRAUNBECK, Guillermo O. **Determinantes da qualidade das auditorias independentes no Brasil**. São Paulo, 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BRICKLEY, James A.; ZIMMERMAN, Jerold L. *Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay and Weber*. **Journal of Accounting and Economics**. v.50, p. 235-245, 2010.

BRITO, Giovani A. S. **Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil**. São Paulo, 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BRUYNE, Paul de *et al.* **Dinâmica da pesquisa em ciências sociais**. 5.ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1991.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. *Transparency, financial accounting information, and corporate governance*. **FRBNY Economic Policy Review**, April 2003.

_____. *Financial accounting information and corporate governance*. **Journal of Accounting and Economics**. v.32, p. 237-333, 2001.

BUSSAB, Wilton O.; MORETTIN, Pedro A. **Estatística básica**. 4 ed. São Paulo: Atual, 1987.

CARDOSO, Ricardo Lopes *et al.* *Discretionary accruals, liquidity and corporate governance index in Brazil*. **Corporate Ownership & Control**. v. 5, p. 25-33, 2008.

CHTOUROU, Sonda Marrakchi *et al.* **Corporate governance and earnings management**. April 2001. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=275053>>. Acesso em: 24/08/2011.

COASE, Ronald. **Why economics will change: remarks at the University of Missouri**. April 4, 2002. Disponível em: <<http://coase.org/coaseremarks2002.htm>>. Acesso em: 24/08/2011.

_____. *The nature of the firm*. **Economica**, New Series, vol. 4, n. 16, p. 386-405 November 1937.

COELHO, Antonio Carlos Dias *et al.* **The determinants of earnings quality: the case of brazilian public and private firms**. 2010. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=1541628>>. Acesso em: 24/08/2011.

_____; LIMA, Iran Siqueira. Segmentos de governança da Bovespa: diferenças nos graus de conservadorismo condicional na divulgação de resultados contábeis. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 7, 2007. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2007. CD-ROM.

COHEN, Jeffrey *et al.* *Corporate governance mosaic and financial reporting*. **Journal of Accounting Literature**, v. 23, p. 87-152, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\inst\inst480consolid.doc>. Acesso em: 24/08/2011.

_____. CVM nº 488, de 16 de dezembro de 2010. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, e à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst488.doc>. Acesso em: 24/08/2011.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Pronunciamento conceitual básico**: estrutura conceitual para elaboração e apresentação das demonstrações contábeis, de 11 de janeiro de 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf>. Acesso em: 24/08/2011.

CUNHA, Jacqueline V. A. *et al.* Doutores em ciências contábeis: análise sob a óptica da teoria do capital humano. **RAC**, v. 14, p. 532-557, 2010.

DAVIS, Stephen *et al.* **Os novos capitalistas**: a influência dos investidores-cidadãos nas decisões das empresas. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

DECHOW, Patrícia M *et al.* *Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences*. **Journal of Accounting and Economics**. v.50, p. 344-401, 2010.

_____; SCHRAND, Catherine M. **Earnings quality**. CFA Institute, USA, 2004.

_____; DICHEV, Ilia D. *The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors*. **The Accounting Review**, v. 77, 35-39, 2002.

DEFOND, Mark L. *Earnings quality research: advances, challenges and future research*. **Journal of Accounting and Economics**. v.50, p. 402-409, 2010.

DENIS, Diane; McCONNELL, John. *International corporate governance*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 38, n. 1, p. 1-36, March, 2003.

FRANCIS, Jennifer *et al.* **Earnings quality**. Foundations and Trends® in Accounting, USA, 2006.

GABRIEL, Fabiano *et al.* Epistemologia da pesquisa em contabilidade e finanças: análises de plataformas teóricas no Brasil. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 9., 2009, São Leopoldo. **Anais...** São Leopoldo: SBFIn, 2009.

_____ *et al.* O impacto do fim da correção monetária no retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos no Brasil. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, vol. 40, n. 1, jan/fev/mar 2005.

GILLAN, Stuart L. *Recent developments in corporate governance: an overview*. **Journal of Corporate Finance**. v. 12, p. 381-402, 2006.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIR, Jr J.F *et al.* **Análise multivariada de dados**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo, Atlas: 1999.

HILL, R. Carter *et al.* **Econometria**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

HOLTHAUSEN, Robert W. *Testing the relative power of accounting standards versus incentives and other institutional features to influence the outcome of financial reporting in an international setting*. **Journal of Accounting and Economics** 36, 271-283, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Governança corporativa em tempos de crise**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio de *et al.* **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

_____; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo, Atlas: 2004.

_____. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo, Atlas: 2000.

JENSEN, Michael C. *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover*. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-39, may 1986.

_____; MECKLING, William. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, October, 1976.

JONES, Jennifer. J. *Earnings management during import relief investigations*. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

KAYO, Eduardo Kazuo; SECURATO, José Roberto. Método Delphi: fundamentos, críticas e vieses. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v.1, n.4, p. 51-61, 1997.

KINNEY, William R. *et al.* Auditor independence, non-audit services and restatements: was U.S. government right? **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 3, p. 561-587, 2004.

KNIGHT, Frank Hyneman. **Risk, uncertainty and profit**. Reprint of Economic Classics. Augustus M. Kelley, New York: Bookseller, 1964.

KÖKE, Jens; BÖRSCH-SUPAN, Axel. **An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies**. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=373383>>. Acesso em 24/08/2011.

KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law**. Oxford University Press, 2004.

LA PORTA, Rafael *et al.* **Law and finance**. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LARCKER, David F.; RUSTICUS, Tjomme O. *On the use of instrumental variables in accounting research*. **Journal of Accounting and Economics**. v.49, p. 186-205, 2010.

_____. *et al.* **Corporate governance, accounting outcomes, and organization performance**. **The Accounting Review**, v. 82, n.84, p. 963-1008, 2007.

LEAL, Ricardo P. Câmara; CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile) *In*: Chong and López-de-Silanes (Org). **Investor protection and corporate governance: firm level evidence across Latin America**. Stanford University Press and Inter-American Development Bank, 2007.

_____. *Governance practices and corporate value: a recent literature survey*. **Revista de Administração de Empresas da USP – RAUSP**, v. 39, n.4, p. 327-337, 2004.

_____. *et al.* Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.1, p. 7-18, 2002.

LEE, Thomas A. **Financial reporting & corporate governance**. England: John Wiley, 2006.

LEUZ, Christian *et al.* **Earnings management and investor protection: an international comparison**. **Journal of Financial Economics**, 69, p. 505-527, 2003.

LIMA, Gerlando. A. S. Franco de. Nível de evidenciação x custo das dívidas das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, p. 95-108, 2009.

LIMA, Manuella de Oliveira *et al.* A utilização do Delphi em pesquisas acadêmicas em administração: um estudo nos anais do EnAnpad. *In: XI Semead*, 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2008. v. 11. p. 1-20.

LINSTONE, Harold A.; TUROFF, Murray. *The delphi method: techniques and applications*. Massachusetts: Addison-Wesley, 1975.

LOPES, Alexsandro Broedel; WALKER, Martin. *Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil*. February, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=1095781>. Acesso em: 24/08/2011.

_____; ALENCAR, Roberta Carvalho. *Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case*. **The International Journal of Accounting**, v. 45, p. 443-464, 2010.

_____; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo, Atlas: 2007.

_____. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo, Pioneira Thomson Learning: 2002.

LYRA, Ricardo L. W. Corrêa de; CORRAR, Luiz João. A percepção dos docentes quanto aos indicadores contábeis: um estudo exploratório utilizando a técnica *delphi*. *In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT)*, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2009.

MADDALA, G.S.; WU, Shaowen. *A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test*. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics** 61, p. 631-652, 1999.

MARCONDES, Darcio Alves. **Disciplina de mercado e as acumulações contábeis discricionárias**. São Paulo, 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARCONI, Maria de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia científica**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MAROCO, João; GARCIA-MARQUES, Teresa. Qual a fiabilidade do alfa de Cronbach? questões antigas e soluções modernas? **Laboratório de Psicologia**, 4 (1), p. 65-90, 2006.

MARTINS, Eliseu. Contabilidade geral ou financeira. **Iob: Informações objetivas**. Temática Contábil e Balanços. São Paulo, v.26, n.23, p.194-5, 1992.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEOPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

_____. **Estatística geral e aplicada**. São Paulo, Atlas: 2001.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de educação e pesquisa em contabilidade**, v. 3, p. 72-95, 2009.

NETO, Alfredo Sarlo *et al.* A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. **Base (UNISINOS)**, v. 7, p. 301-314, 2010.

NOBES, Christopher. *Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting*. **Abacus**, v. 34, n. 2, p. 162-187, 1998.

PAREJA, Ignácio Velez. **El metodo delphi**. June, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420040>. Acesso em: 24/08/2011.

RAJAN, Raghuram; ZINGALES, Luigi. **Salvando o capitalismo dos capitalistas: acreditando no poder do livre mercado para criar mais riqueza e ampliar as oportunidades**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

REVISTA CAPITAL ABERTO. Guia de IFRS: perguntas e respostas. Ano 3, n. 24, 2011.

RIBEIRO DA SILVA, Antonio Carlos. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses**. São Paulo: Atlas, 2003.

ROWE, Gene; WRIGHT, George. *Expert opinions in forecasting: the role of the delphi technique*. In: J. Armstrong (Ed.) **Principles of forecasting**, p.125-144. Boston: Kluwer Academic, 2001.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, p. 79-85, 2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *A survey of corporate governance*. **Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIEGEL, Sidney. **Nonparametric statistics: for the behavioral sciences**. New York: McGraw-Hill, 1956.

SILVA, Adriana Cristina da *et al.* Qualidade Informacional dos lucros das firmas monitoradas por agências reguladoras no Brasil. *In: 3rd IAAER-ANPCONT International Accounting Congress, 2009, São Paulo. Anais...* IAAER-ANPCONT, São Paulo, 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

_____. *et al.* Governança Corporativa e captação de longo prazo. *In: Richard Saito; Jairo Laser Procianny. (Org.). Captação de recursos de longo prazo.* São Paulo: Atlas, 2008.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Ed. Saint Paul Institute of Finance. São Paulo, 2006.

_____. *et al.* Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, p.1/1-30, 2006.

_____. **Governança corporativa:** desempenho e valor da empresa no Brasil. Ed. Saint Paul Institute of Finance. São Paulo, 2005.

SIMON, Herbert A. *A behavioral model of rational choice.* Cowles Foundation Paper 98. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. LXIX, February, 1955.

SLOAN, Richard G. *Financial accounting and corporate governance: a discussion.* **Journal of Accounting and Economics**. v.32, p. 335-347, 2001.

SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, vol. 1 [1776].. Glasgow Edition, Oxford: Clarendon Press, 1981. Disponível em: <http://www.pensamentoeconomico.ecn.br/economistas/adam_smith.html>. Acesso em: 24/08/2011.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração.** São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2001.

VERDI, Rodrigo S. *Financial reporting quality and investment efficiency.* 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=930922>>. Acesso em: 24/08/2011.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism.* New York: The Free Press, 1985.

WOOLDRIGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria:** uma abordagem moderna. São Paulo: Thomson Learning, 2007.

_____. *Econometric Analysis of cross section and panel data.* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2002.

WRIGHT, Charlotte J. *et al.* *Corporate governance and investor protection: earnings management in the U.K. and U.S.* **Journal of International Accounting Research**, 5:1, 25-40, 2006.

XIE, Biao *et al.* *Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee.* **Journal of Corporate Finance**, v. 9, p. 295-316, 2003.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – CARTA CONVITE AOS PARTICIPANTES DA DELPHI

APÊNDICE 2 – 1ª RODADA DELPHI

APÊNDICE 3 – 2ª RODADA DELPHI

APÊNDICE 4 – RESULTADO FINAL DA DELPHI

APÊNDICE 5 – IQIC DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

APÊNDICE 1 – CARTA CONVITE AOS PARTICIPANTES DA DELPHI

Prezado(a) Prof.(a) Dr.(a) _____,

Sou aluno do Programa de Doutorado em Ciências Contábeis da FEA-USP e estou desenvolvendo tese que trata do impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa na qualidade da informação contábil. A pesquisa está sob orientação do Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira e compreende a elaboração de um índice original para mensurar a qualidade da informação contábil das companhias de capital aberto no Brasil.

Para a finalização da pesquisa é necessária a aplicação de técnica qualitativa para validar as questões que compõem o índice construído na tese. Essa técnica, denominada Delphi, é utilizada para a consulta individualizada a *experts* a fim de se obter um posicionamento consensual e qualificado sobre problemas complexos.

A consulta é feita por meio de duas, ou no máximo, três aplicações de questionários em rodadas sucessivas, via e-mail. O tempo estimado para responder cada rodada é de 7 minutos.

É com grande expectativa que o convidamos a participar desta pesquisa como componente da comissão de especialistas. Além da divulgação dos resultados, podemos colocar à sua disposição a base de dados que será levantada na tese, para o desenvolvimento de novos trabalhos teórico-empíricos na área das Ciências Contábeis.

Por favor, indique sua aceitação respondendo a este e-mail para que a primeira etapa do processo lhe seja enviada.

Agradecemos antecipadamente sua colaboração,

Fabiano Gabriel
Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

APÊNDICE 2 – 1ª RODADA DELPHI

Com base na relação entre o objetivo da contabilidade e as características qualitativas da informação contábil, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 107)⁴¹ afirmam que para a informação contábil ser útil ela deve ser confiável (ter fidelidade de representação, ser verificável e neutra) e relevante (ser oportuna, ter valor preditivo e valor como *feedback*).

No intuito de construir um índice para expressar a qualidade da informação contábil das demonstrações contábeis preparadas e divulgadas pelas companhias abertas no Brasil, foram elaboradas doze questões que visam a identificar fatores objetivos.

A literatura sugere os fatores abaixo. Os seis primeiros referem-se à dimensão confiabilidade e os seis fatores subsequentes referem-se à relevância. Por favor, expresse seu grau de concordância quanto a cada um deles:

Nota	Grau de Concordância
1	Discordo totalmente
2	Discordo parcialmente
3	Indiferente
4	Concordo parcialmente
5	Concordo totalmente

Fator	Nota
1. Um parecer de auditoria limpo indica que as demonstrações foram elaboradas de acordo com os princípios e as práticas contábeis, tornando a informação mais confiável.	
2. A auditoria realizada por uma grande firma tem qualidade superior comparativamente àquela conduzida por uma firma menor, ajudando a produzir, em tese, uma informação contábil mais confiável.	
3. A reapresentação das demonstrações contábeis, por exigência ou espontânea, prejudica a confiabilidade da informação apresentada originalmente.	
4. A divulgação de demonstrações contábeis elaboradas de acordo com os princípios contábeis internacionalmente aceitos (IAS ou IFRS), ou princípios geralmente aceitos nos Estados Unidos (US-GAAP), proporciona informações mais confiáveis aos analistas estrangeiros.	
5. A constituição de reserva de reavaliação no Brasil está associada a motivações que prejudicam a confiabilidade da informação contábil como a transformação de patrimônio líquido “negativo” em positivo, por exemplo.	
6. O registro de gastos pré-operacionais ou de despesas com pesquisa no diferido torna a informação contábil menos confiável, pois ambos não atendem ao conceito de ativo.	
7. A divulgação das demonstrações contábeis fora do prazo legal prejudica a relevância da informação contábil, pois esta deve estar disponível ao tomador de decisão antes da perda de sua capacidade de influenciar à respectiva decisão.	
8. A divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), que era opcional até 2007, aumenta a relevância da informação contábil, pois auxilia o investidor na análise da capacidade da entidade gerar caixa, na conciliação do lucro com caixa e na previsão de resultados futuros.	
9. A divulgação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), que era opcional até 2007, aumenta a relevância da informação contábil a outros agentes como: empregados, fornecedores, prestadores de recursos e governo.	
10. A divulgação das demonstrações contábeis em moeda de poder aquisitivo constante, mesmo com baixos índices de inflação, aumenta a relevância da informação contábil aos seus diversos usuários.	
11. A divulgação da remuneração fixa e variável paga aos executivos e ao conselho de administração aumenta a relevância da informação contábil, pois permite aos investidores confirmar ou corrigir suas expectativas acerca do desempenho da entidade e de seus administradores.	
12. A divulgação do custo do capital próprio e/ou alguma medida de lucro econômico (EVA [®] , valor adicionado para o acionista, lucro residual etc.) propicia uma melhor análise do desempenho econômico da entidade, aumentando a relevância da informação contábil.	

⁴¹ HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. Teoria da contabilidade. São Paulo, Atlas: 1999.

Por favor, caso os fatores anteriormente indicados não sejam suficientemente esclarecedores, sugira outros que possam ser considerados na avaliação objetiva da qualidade da informação contábil, nas seguintes dimensões: confiabilidade e relevância.

Fator Complementar

Caso queira fazer algum outro comentário, por favor, utilize o campo abaixo.

Comentários

APÊNDICE 3 – 2ª RODADA DELPHI

A mediana, a média e o coeficiente de variação (CV) das notas atribuídas pelos 8 especialistas na primeira rodada estão registrados abaixo. Considerando os resultados encontrados para o grupo de especialistas, o (a) senhor (a) gostaria de reavaliar alguma nota atribuída anteriormente?

Fator	Mediana	Média	CV –%	Sua Nota Anterior	Sua Nota Atual
1. Um parecer de auditoria limpo indica que as demonstrações foram elaboradas de acordo com os princípios e as práticas contábeis, tornando a informação mais confiável.	4,0	4,4	11,8	x	
2. A auditoria realizada por uma grande firma tem qualidade superior comparativamente àquela conduzida por uma firma menor, ajudando a produzir, em tese, uma informação contábil mais confiável.	4,0	3,5	30,5	x	
3. A reapresentação das demonstrações contábeis, por exigência ou espontânea, prejudica a confiabilidade da informação apresentada originalmente.	4,0	3,6	29,3	x	
4. A divulgação de demonstrações contábeis elaboradas de acordo com os princípios contábeis internacionalmente aceitos (IAS ou IFRS), ou princípios geralmente aceitos nos Estados Unidos (US-GAAP), proporciona informações mais confiáveis aos analistas estrangeiros.	4,5	4,3	24,4	x	
5. A constituição de reserva de reavaliação no Brasil está associada a motivações que prejudicam a confiabilidade da informação contábil como a transformação de patrimônio líquido “negativo” em positivo, por exemplo.	4,0	4,0	26,7	x	
6. O registro de gastos pré-operacionais ou de despesas com pesquisa no diferido torna a informação contábil menos confiável, pois ambos não atendem ao conceito de ativo.	4,5	4,3	24,4	x	
7. A divulgação das demonstrações contábeis fora do prazo legal prejudica a relevância da informação contábil, pois esta deve estar disponível ao tomador de decisão antes da perda de sua capacidade de influenciar à respectiva decisão.	5,0	4,8	14,9	x	
8. A divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), que era opcional até 2007, aumenta a relevância da informação contábil, pois auxilia o investidor na análise da capacidade da entidade gerar caixa, na conciliação do lucro com caixa e na previsão de resultados futuros.	5,0	4,5	16,8	x	

Fator	Mediana	Média	CV –%	Sua Nota Anterior	Sua Nota Atual
9. A divulgação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), que era opcional até 2007, aumenta a relevância da informação contábil a outros agentes como: empregados, fornecedores, emprestadores de recursos e governo.	4,5	4,4	17,0	x	
10. A divulgação das demonstrações contábeis em moeda de poder aquisitivo constante, mesmo com baixos índices de inflação, aumenta a relevância da informação contábil aos seus diversos usuários.	5,0	4,9	7,3	x	
11. A divulgação da remuneração fixa e variável paga aos executivos e ao conselho de administração aumenta a relevância da informação contábil, pois permite aos investidores confirmar ou corrigir suas expectativas acerca do desempenho da entidade e de seus administradores.	4,0	3,8	37,0	x	
12. A divulgação do custo do capital próprio e/ou alguma medida de lucro econômico (EVA®, valor adicionado para o acionista, lucro residual etc.) propicia uma melhor análise do desempenho econômico da entidade, aumentando a relevância da informação contábil.	4,0	3,6	29,3	x	

Observação: Segundo Martins (2001, p.58)⁴², “Se Coeficiente de Variação (CV) menor que 15% tem-se baixa dispersão; entre 15% e 30% tem-se média dispersão; e, maior que 30% tem-se alta dispersão”.

Legenda

Nota	Grau de Concordância
1	Discordo totalmente
2	Discordo parcialmente
3	Indiferente
4	Concordo parcialmente
5	Concordo totalmente

⁴² MARTINS, Gilberto de Andrade. *Estatística geral e aplicada*. São Paulo, Atlas: 2001.

APÊNDICE 4 – RESULTADO FINAL DA DELPHI

Prezado (a) Especialista, segue, abaixo, o resultado final da aplicação da Técnica *Delphi*. Agradecemos a sua valiosa participação na pesquisa!

Fator	Média	Coeficiente de Variação	Análise
1. Um parecer de auditoria limpo indica que as demonstrações foram elaboradas de acordo com os princípios e as práticas contábeis, tornando a informação mais confiável.	4,4	11,8%	Concordância elevada e baixa dispersão
2. A auditoria realizada por uma grande firma tem qualidade superior comparativamente àquela conduzida por uma firma menor, ajudando a produzir, em tese, uma informação contábil mais confiável.	3,6	25,3%	Concordância baixa e média dispersão
3. A reapresentação das demonstrações contábeis, por exigência ou espontânea, prejudica a confiabilidade da informação apresentada originalmente.	3,5	26,5%	Concordância baixa e média dispersão
4. A divulgação de demonstrações contábeis elaboradas de acordo com os princípios contábeis internacionalmente aceitos (IAS ou IFRS), ou princípios geralmente aceitos nos Estados Unidos (US-GAAP), proporciona informações mais confiáveis aos analistas estrangeiros.	4,6	11,2%	Concordância elevada e baixa dispersão
5. A constituição de reserva de reavaliação no Brasil está associada a motivações que prejudicam a confiabilidade da informação contábil como a transformação de patrimônio líquido “negativo” em positivo, por exemplo.	3,8	23,6%	Concordância baixa e média dispersão
6. O registro de gastos pré-operacionais ou de despesas com pesquisa no diferido torna a informação contábil menos confiável, pois ambos não atendem ao conceito de ativo.	4,1	24,0%	Concordância baixa e média dispersão
7. A divulgação das demonstrações contábeis fora do prazo legal prejudica a relevância da informação contábil, pois esta deve estar disponível ao tomador de decisão antes da perda de sua capacidade de influenciar à respectiva decisão.	4,8	14,9%	Concordância elevada e baixa dispersão
8. A divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), que era opcional até 2007, aumenta a relevância da informação contábil, pois auxilia o investidor na análise da capacidade da entidade gerar caixa, na conciliação do lucro com caixa e na previsão de resultados futuros.	4,8	9,7%	Concordância elevada e baixa dispersão

Fator	Média	Coefficiente de Variação	Análise
9. A divulgação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), que era opcional até 2007, aumenta a relevância da informação contábil a outros agentes como: empregados, fornecedores, prestadores de recursos e governo.	4,6	11,2%	Concordância elevada e baixa dispersão
10. A divulgação das demonstrações contábeis em moeda de poder aquisitivo constante, mesmo com baixos índices de inflação, aumenta a relevância da informação contábil aos seus diversos usuários.	4,9	7,3%	Concordância elevada e baixa dispersão
11. A divulgação da remuneração fixa e variável paga aos executivos e ao conselho de administração aumenta a relevância da informação contábil, pois permite aos investidores confirmar ou corrigir suas expectativas acerca do desempenho da entidade e de seus administradores.	3,9	35,0%	Concordância baixa e elevada dispersão
12. A divulgação do custo do capital próprio e/ou alguma medida de lucro econômico (EVA®, valor adicionado para o acionista, lucro residual etc.) propicia uma melhor análise do desempenho econômico da entidade, aumentando a relevância da informação contábil.	3,5	26,5%	Concordância baixa e moderada dispersão

Observação: Segundo Martins (2001, p.58)⁴³, “Se Coeficiente de Variação (CV) menor que 15% tem-se baixa dispersão; entre 15% e 30% tem-se média dispersão; e, maior que 30% tem-se alta dispersão”.

Legenda

Nota	Grau de Concordância
1	Discordo totalmente
2	Discordo parcialmente
3	Indiferente
4	Concordo parcialmente
5	Concordo totalmente

⁴³ MARTINS, Gilberto de Andrade. *Estatística geral e aplicada*. São Paulo, Atlas: 2001.

APÊNDICE 5 – IQIC DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

#	Firma	2005	2006	2007	2008	2009
1	Abc Brasil		3,3	5,0	5,0	6,0
2	Aço Altona	5,4	5,4	4,6	4,5	5,5
3	AES Elpa	2,9	4,6	4,6	4,5	5,0
4	AES Tiete	5,8	5,8	5,8	5,5	6,5
5	Agrenco			5,8	2,5	4,0
6	Alfa Financeira	4,2	4,2	4,2	5,0	6,0
7	Alpargatas	5,0	5,4	5,4	5,5	6,0
8	Amazonia	1,7	1,7	1,7	2,5	4,0
9	Ambev	5,8	5,8	6,3	7,0	6,0
10	Amil			5,8	4,5	6,0
11	Ampla Energia		6,3	4,6	5,0	6,0
12	Banestes	2,9	2,5	2,5	5,0	4,5
13	Banrisul		3,8	5,0	6,0	7,0
14	Bardella	4,6	4,6	5,0	5,5	6,0
15	Bematech		4,6	4,2	5,5	6,0
16	BHG			2,9	5,0	6,0
17	Bicbanco		4,2	5,4	5,5	5,5
18	BMF&Bovespa				5,0	6,0
19	Bombril	1,7	1,3	2,5	3,0	4,0
20	Botucatu Tex			1,7	3,0	2,0
21	BR Brokers			2,9	3,0	4,5
22	BR Malls Participações		4,2	4,2	4,0	6,0
23	Bradesco	6,7	7,5	6,7	6,5	7,5
24	Bradespar	3,3	5,0	5,0	5,5	6,5
25	Brasil	4,6	4,6	4,2	3,5	5,0
26	Brasil Telecom	6,3	7,1	7,1	7,0	7,0
27	Braskem	5,4	6,3	6,7	6,0	6,5
28	Brasmotor	4,6	4,6	4,6	6,5	5,5
29	BRF Foods	6,7	7,9	7,9	6,5	6,0
30	Brookfield		6,3	5,4	6,5	7,0
31	Camargo Correa		6,7	6,7	6,5	7,5
32	CCR Rodovias	4,6	5,0	5,0	6,0	7,0
33	Celesc	5,4	4,6	6,7	4,5	6,0
34	Cemar		6,3	5,8	5,5	5,5
35	Cemig	6,7	6,3	7,9	8,0	8,0
36	Cesp	7,5	7,5	6,7	4,5	7,0
37	Cia Hering	3,8	4,2	4,6	5,5	6,0
38	Coelce	5,8	5,8	5,0	5,0	5,5
39	Comgas	3,3	2,9	3,3	4,5	6,0
40	Confab	5,0	5,4	5,0	5,0	7,0
41	Contax	4,6	5,4	5,4	6,5	7,5
42	Copasa		5,0	5,0	6,0	7,0
43	Copel	7,9	8,3	8,3	8,5	9,0
44	Coteminas	4,2	4,6	3,3	5,0	6,0
45	CPFL Energia	6,3	6,3	6,3	6,5	7,5
46	Cr2		5,0	5,0	5,0	6,0
47	Cremer		5,8	4,2	5,5	7,0
48	Cruzeiro Sul		2,9	4,6	1,5	4,0
49	Csu Cardsystem		4,6	4,6	5,5	7,5
50	Cyrela Commercial			5,0	4,0	6,0

#	Firma	2005	2006	2007	2008	2009
51	Cyrela Realty	5,0	4,6	5,4	5,5	7,0
52	Dasa	5,8	7,1	7,1	7,0	8,0
53	Daycoval		2,5	2,9	5,0	6,0
54	Dixie Toga	3,3	3,3	2,9	3,5	4,0
55	Docas de Imbituba			3,3	4,0	5,0
56	Drogasil	3,8	2,9	4,6	4,5	6,0
57	Duratex		3,3	3,8	5,0	5,5
58	Ecodiesel		3,8	4,6	5,5	5,0
59	Eletrabras	4,6	3,8	2,1	3,5	5,0
60	Eletropaulo	4,2	5,4	5,0	4,0	5,5
61	Emae	6,7	6,7	6,7	6,0	6,5
62	Embraer		6,7	7,5	8,5	9,0
63	Energias BR	6,3	6,7	6,7	7,0	8,0
64	Equatorial		6,3	5,8	5,5	5,5
65	Estácio Participações			5,0	5,5	6,5
66	Estrela	2,5	2,5	2,5	3,0	2,0
67	Eternit	6,3	6,3	7,1	7,0	8,0
68	Eucatex	2,1	2,1	1,7	3,0	4,0
69	Even		4,6	5,8	5,5	6,0
70	Eztec			5,4	5,0	7,0
71	Fertilizantes Heringer		5,4	5,4	5,5	7,0
72	Ferbasa	5,0	6,3	6,3	7,0	7,0
73	Forjas Taurus	4,2	5,4	5,4	4,5	6,0
74	Fras-Le	6,7	7,1	7,1	5,5	7,0
75	Gafisa	5,4	5,4	6,3	6,5	6,5
76	Generalshopp			3,3	4,0	5,0
77	Gerdau	7,5	7,9	7,9	7,5	8,0
78	Gerdau Metalúrgica	5,8	6,3	7,1	6,0	7,0
79	Globex	5,0	5,0	5,4	5,5	6,5
80	Gol	7,1	7,1	6,3	5,0	7,5
81	GPC Participações	3,3	2,9	3,8	5,5	6,0
82	Grazziotin	3,8	4,2	4,2	5,5	6,0
83	Grendene	6,3	5,4	5,0	7,0	8,0
84	Guararapes	5,0	6,3	6,3	6,0	6,5
85	Haga	2,1	2,9	3,8	3,5	4,5
86	Helbor			4,6	4,5	6,0
87	Hercules		1,7	2,9	2,0	2,5
88	Hotéis Othon	0,8	0,8	0,8	1,5	2,5
89	Hypermarcas			4,2	4,0	5,5
90	Ideiasnet	3,3	2,9	2,9	3,0	4,0
91	Ienergia			2,9	3,0	3,5
92	IGB Eletrônica		4,2	3,3	2,0	3,0
93	Iguatemi		5,0	5,8	5,5	6,5
94	Indústrias Romi	5,8	5,8	5,8	7,0	7,5
95	Indusval		4,2	5,8	5,0	6,0
96	Inepar	1,7	2,9	2,5	3,0	3,0
97	Iochnp-Maxion	6,7	6,3	6,7	4,5	5,5
98	Itausa	5,0	5,4	5,4	4,0	5,0
99	ItauUnibanco	6,7	7,1	7,5	7,0	8,0
100	J B Duarte	1,3	2,5	2,9	4,5	6,0

#	Firma	2005	2006	2007	2008	2009
101	JBS		3,8	3,3	3,0	4,5
102	Jereissati	3,3	3,8	4,6	4,0	6,5
103	JHSF Participações		2,9	5,0	4,5	6,0
104	João Fortes	2,9	2,9	3,3	5,0	6,0
105	Karsten	6,7	6,3	5,8	6,0	7,0
106	Kepler Weber	3,3	2,9	4,2	4,5	6,0
107	Klabin	5,0	5,0	5,0	5,0	6,0
108	Kroton			5,4	5,0	8,0
109	Laep			3,3	3,5	2,5
110	Le Lis Blanc			4,6	4,5	5,0
111	Light	2,5	6,3	5,4	6,0	7,0
112	Lix da Cunha	1,7	2,9	2,9	2,5	3,0
113	Localiza	4,6	5,4	6,3	7,5	8,0
114	Log-In			5,0	5,5	6,5
115	Lojas Americanas		4,2	4,2	4,0	5,5
116	Lojas Renner	5,8	5,8	5,8	6,0	7,0
117	Lopes Brasil		5,8	5,0	5,5	7,0
118	Lupatech		4,2	4,6	6,5	8,0
119	M G Poliéster		4,2	4,2	5,5	5,5
120	M. Diasbranco		5,4	5,0	5,0	7,0
121	Magnesita			4,2	6,0	7,0
122	Mangels Industrial	5,0	4,2	5,0	4,5	5,5
123	Marcopolo	6,7	7,1	7,1	7,5	8,0
124	Marfrig			4,2	4,5	6,0
125	Mercantil Investimentos	5,0	5,0	5,0	5,5	7,0
126	Metal Iguaçu	3,8	3,8	3,3	4,0	5,0
127	Metalfrio		3,8	3,8	4,5	5,5
128	Millennium	4,6	4,6	4,6	4,5	5,5
129	Minerva			3,3	3,0	2,5
130	Minupar		1,7	2,9	3,5	3,5
131	MMX Mineração		4,2	4,2	5,5	5,5
132	MPX Energia			5,4	4,5	5,5
133	MRV			5,8	6,0	7,0
134	Multiplan			5,0	4,0	5,5
135	Mundial	2,9	1,3	2,1	1,5	2,5
136	Natura	6,7	7,1	6,7	6,0	7,5
137	Net	6,3	6,7	6,7	6,5	7,0
138	Odontoprev			5,4	6,0	8,0
139	OHL Brasil	5,8	5,8	5,4	6,0	8,0
140	Pão de Açúcar – CBD	5,4	6,7	6,7	7,5	8,0
141	Panamericano		2,5	5,0	5,5	7,0
142	Paraná		4,6	4,6	5,0	7,0
143	Parapanema	2,5	3,8	5,0	4,5	3,5
144	PDG Realty		5,0	4,6	3,0	5,5
145	Petróleos Manguinhos	5,4	4,2	4,6	4,0	4,0
146	Petrobrás	5,4	5,8	5,8	4,5	6,0
147	Pine		4,2	5,8	6,0	7,0
148	Plascar Participações		3,8	4,2	4,0	5,0
149	Porto Seguro	5,8	5,4	5,8	5,0	5,5
150	Portobello	4,2	4,6	4,6	4,5	6,0

#	Firma	2005	2006	2007	2008	2009
151	Positivo Informática			4,6	7,0	8,0
152	Profarma		5,8	5,4	6,0	7,0
153	Providencia			3,8	5,0	6,0
154	Randon Participações	5,8	5,4	5,4	4,0	5,0
155	Rasip Agro	4,2	4,2	4,2	4,0	6,0
156	Recrusul	3,3	2,9	4,2	5,0	5,5
157	Redecard			5,4	6,0	8,0
158	Renar	3,8	2,9	3,8	4,0	5,0
159	Rodobens		5,4	5,8	6,0	6,5
160	Rossi Residencial	6,3	5,8	5,4	6,0	7,0
161	Sabesp	7,5	5,4	7,1	5,0	6,5
162	Sanepar	5,0	5,0	5,0	5,0	6,0
163	Sansuy	1,7	2,1	1,7	3,5	4,0
164	Santos Brp			5,8	5,5	7,5
165	Sao Carlos	4,2	5,8	5,8	7,0	8,0
166	Saraiva Livraria	4,6	5,8	5,8	7,0	7,0
167	Schulz	2,9	3,3	2,9	4,5	5,0
168	Siderúrgica Nacional	6,3	6,3	6,3	6,5	7,5
169	SLC Agrícola			5,8	6,5	6,5
170	Sofisa		4,2	4,6	3,5	4,0
171	Souza Cruz	5,8	5,8	5,8	6,0	7,0
172	Springs			5,0	5,5	5,5
173	Sul America		4,2	4,2	5,5	7,0
174	SulTEPA	0,8	0,8	1,7	2,5	4,0
175	Suzano Papel		5,8	5,4	6,0	7,0
176	Tam	6,3	7,1	7,5	7,0	7,0
177	Tecnisa		5,4	4,6	4,5	5,5
178	Tectoy	4,2	4,2	4,2	5,0	5,5
179	Tegma			5,8	5,5	7,0
180	Teka	2,9	2,5	2,9	4,5	3,5
181	Telemar	6,3	5,8	6,3	5,5	5,5
182	Telemar N L	6,7	6,7	7,1	5,0	6,5
183	Telesp	5,4	7,1	6,7	7,0	8,0
184	Tempo Participações			4,2	4,5	6,5
185	Tex Renaux	2,9	2,9	2,9	3,5	3,0
186	Tim Participações	7,5	5,8	6,7	7,0	8,0
187	Totvs	5,4	5,8	5,8	6,0	6,5
188	Tractebel	5,8	5,8	6,7	6,0	8,0
189	Transmissão Paulista			5,4	5,5	5,5
190	Trisul			4,6	4,5	6,0
191	Tupy	5,0	5,4	5,4	5,5	6,0
192	Ultrapar	7,1	7,1	7,5	6,0	7,0
193	Unipar	6,3	7,5	7,1	5,0	6,0
194	Uol	5,4	5,8	5,8	5,0	7,0
195	Usiminas	6,7	6,7	6,7	5,5	8,0
196	Vale	8,3	8,8	8,3	7,0	7,5
197	Vivo		7,1	7,1	7,0	8,0
198	Weg	5,8	6,3	5,8	4,5	6,0
199	Wetzel	2,1	2,5	2,5	2,5	4,0
200	Wiest	0,8	0,8	0,8	2,0	2,0