

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
LINHA DE PESQUISA: CONTABILIDADE FINANCEIRA E FINANÇAS**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

***BOARD INTERLOCKING* E SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS: ESTUDO EM
COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO SOB A ÓTICA DE REDES
SOCIAIS**

FLÁVIO RIBEIRO

**CURITIBA
2013**

FLÁVIO RIBEIRO

***BOARD INTERLOCKING E SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS: ESTUDO EM
COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO SOB A ÓTICA DE REDES
SOCIAIS***

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de mestre. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof^o. Dr. Romualdo Douglas Colauto

CURITIBA
2013

“BOARD INTERLOCKING E SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS: ESTUDO EM COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO SOB A ÓTICA DE REDES SOCIAIS”

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.

PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUO
COORDENADOR DO PROGRAMA DE MESTRADO EM CONTABILIDADE

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:



PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUO
PRESIDENTE



PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE
MEMBRO



PROF. DR. GERLANDO AUGUSTO SAMPAIO FRANCO DE LIMA
MEMBRO

Dedicatória

**À minha esposa Graciana Gazziero
Ribeiro, pelo amor, companheirismo,
paciência e apoio irrestrito.**

AGRADECIMENTOS

Com toda certeza este trabalho é fruto não apenas do meu esforço, mas sim da interação, apoio e amizade de várias pessoas que proporcionaram muito mais do que formação acadêmica.

À Deus, pelo dom da vida, da perseverança, e pela força na superação dessa caminhada. Aos meus pais, Luiz e Luiza, pelo exemplo de simplicidade e humildade e, também, por sempre acreditarem em mim.

Agradeço ao Prof. Douglas, pela enorme paciência, preocupação e por todos os ensinamentos e exemplos de como realmente ser um professor. Obrigado não só pelas suas orientações, mas também pela sua amizade.

Aos Professores Ademir Clemente e Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima por aceitarem o convite para participar das bancas de qualificação e defesa, e pelas críticas, comentários e sugestões que sem dúvida muito contribuíram para enriquecer este trabalho.

Agradeço ao corpo docente, em especial aos Professores: Luciano, Márcia, Ilse, Marcos, Rodrigo, Frega, Lauro pelos preciosos ensinamentos e pela convivência ao longo destes dois anos. Também, agradeço aos funcionários Márcio e Camila, pela atenção e amizade.

Agradeço aos colegas do mestrado da turma 2012, Pedro, André, Josilene, Silvia, Suzana, Ivan, Stella, Luciana, Hugo, Oscar, Odirlei, Adriana, Henrique, Daiana e a todos os demais colegas das turmas anteriores e seguintes, por todo apoio, estudo, e principalmente pela descontração e risadas nas horas vagas.

Agradeço aos colegas de moradia, Willson e Alessandro, pela convivência, alegrias, responsabilidades e pelas diversas discussões construtivas que originaram ideias para artigos científicos.

À CAPES e à REUNI, pelo apoio financeiro dado nesse período.

Enfim, agradeço a todas as pessoas que de alguma forma participaram e contribuíram para essa conquista, ajudando-me a tornar-se uma pessoa melhor. A todos, meu eterno muito obrigado.

“A vitória é sempre possível
para as pessoas que se recusam
a parar de lutar”.

Napoleon Hill.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo levantar, medir e explicar as práticas de *board interlocking* e suavização de resultados em companhias de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa no período 2009-2012. Como estrutura teórica utiliza a Teoria da Dependência dos Recursos (PFEFFER, 1972); Governança Corporativa e Conselho de Administração (FAMA; JENSEN, 1983; JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996); *board interlocking* associados à informação interorganizacional (KNOWLES, 1973; MIZRUCHI, 1996); os elementos constitutivos das redes sociais, abordando as principais métricas utilizadas para medição do *board interlocking*, além da revisão conceitual sobre suavização de resultados contábeis (BEIDLEMAN, 1973; HEPWORTH, 1953; MOISÉS, 1987; BELKAOUI; PICUR, 1984). A amostra compreendeu 53 empresas brasileiras componentes do Índice Bovespa. O estudo classifica-se como empírico-analítico. Como *proxies* para a suavização de resultados foram utilizadas duas métricas: (1) Índice de Eckel (1981) e (2) Fatores de Suavização propostos a partir do agrupamento das métricas EM1 e EM3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Como variáveis independentes, adotaram-se indicadores de análise de rede social, segmentados em três grupos: Centralidade da Firma; Configuração de Rede; e Estrutura do Conselho, capturada pelo Tamanho do Conselho de Administração e a presença de Conselheiros Independentes. Para a análise de dados utilizam-se Análise de Correlação, Análise Fatorial e Análise de Regressão com Dados em Painéis com Efeitos Fixos. Os resultados mostram por meio do Índice de Eckel, que a prática de suavização de resultado foi explicada, em aproximadamente 28%, pela presença de ligações não redundantes (*Structural holes*); pelo baixo desempenho e pelo nível de endividamento da organização. Em relação à variável Fator de Suavização, os resultados sugerem que a criação de laços indiretos influencia positivamente na probabilidade da organização gerenciar seus resultados. Notou-se, também, uma relação positiva e significativa com o Tamanho do Conselho ($\beta = 1,3807$; $p < 0,01$). Estes resultados fornecem indícios que a presença do *board interlocking* influencia na qualidade da divulgação das informações contábeis. Empresas que compartilham conselheiros com outras organizações, onde há ocorrência do *Income Smoothing*, tendem a manipular seus resultados contábeis mais facilmente. Isso ocorre, as características do mercado de capitais brasileiro, como: predominância na formação de grupos econômicos, grupos com controle governamental, e fundos de pensão favorece que práticas adotadas com sucesso por algumas empresas sejam difundidas rapidamente.

Palavras-chave: *Board Interlocking*; Suavização de Resultados; Análise de Redes Sociais.

ABSTRACT

This study objective to explore, measure and explain the practices of board interlocking and income smoothing on public companies with shares traded on the BM&FBovespa in 2009-2012. As theoretical framework uses the Resource Dependence Theory (PFEFFER, 1972), Corporate Governance and Board of Directors (FAME ; JENSEN, 1983; JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996); board interlocking associated with interorganizational information (KNOWLES, 1973; MIZRUCHI, 1996), the constituent elements of social networks, addressing key metrics used for measuring board interlocking , beyond conceptual review of income smoothing accounting (BEIDLEMAN, 1973; HEPWORTH, 1953, MOSES, 1987; BELKAOUI; PICUR, 1984). The sample consisted of 53 components Brazilian companies Bovespa Index. The study was classified as empirical-analytic. As proxies for income smoothing two metrics were used: (1) Index Eckel (1981) and (2) Smoothing Factors proposed as the combination of metrics EM1 and EM3 of Leuz, Nanda and Wysocki (2003) . As independent variables adopted indicators of social network analysis , segmented into three groups : Centralization of the Firm , Network Setup , and Structure Board , captured by the size of the Board and the presence of Independent Directors . For data analysis are used Correlation Analysis, Factor Analysis and Regression Analysis of Data in Panels with Fixed Effects. Results show through Eckel Index, the practice of smoothing income was explained, in approximately 28 % by the presence of non-redundant connections (Structural holes), the low performance and the level of indebtedness of the organization . Regarding Factor Smoothing variable, the results suggest that the creation of indirect ties positively influences the probability of managing your organization results. It was also noted a positive and significant relationship with the size of the Council ($\beta = 1.3807$, $p < 0.01$) . These results provide evidence that the presence of board interlocking influences the quality of disclosure of financial information. Companies that share directors with other organizations where there is occurrence of Income Smoothing tend to manipulate their accounting results more easily. That is, the characteristics of the Brazilian capital market, such as: predominance in the formation of economic groups, with government control , and pension funds that favors practices successfully by some companies is disseminated quickly.

Keywords: board interlocking; Income Smoothing; Social Network Analysis.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Descrição da amostra.....	47
Tabela 2: Distribuição da amostra da pesquisa	47
Tabela 3: Análise descritiva das variáveis	59
Tabela 4: Matriz de correlação entre as variáveis analisadas.....	60
Tabela 5: Resultado do diagnostico de painel	68
Tabela 6: Índice de Eckel: dados em painel com efeitos fixos.....	68
Tabela 7: Índice de Eckel: parâmetros estimadores para suavização de resultado.....	69
Tabela 8: Matriz de correlação análise fatorial	71
Tabela 9: Testes de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e Bartlett	71
Tabela 10: Determinação dos fatores do modelo	72
Tabela 11: Resultado do diagnostico de painel	72
Tabela 12: Fator de suavização: dados em painel com efeitos fixos	72
Tabela 13: Fator de suavização: parâmetros estimadores para suavização de resultado	73

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Tipologia teórica do <i>Board interlocking</i> proposta por Hung (1998).....	27
Figura 2: Formas de ligações entre empresas.....	29
Figura 3: Características do <i>Board interlocking</i>	35
Figura 4: Exemplo de rede	37
Figura 5: Modalidades de suavização de resultados.....	42
Figura 6: Estrutura de validade preditiva	49
Figura 7: Configuração das ligações entre empresas do Ibovespa em 2009.....	62
Figura 8: Configuração das ligações entre empresas do Ibovespa em 2010.....	63
Figura 9: Configuração das ligações entre empresas do Ibovespa em 2011	64
Figura 10: Configuração das ligações entre empresas do Ibovespa em 2012.....	65

LISTA DE ABREVIATURAS

BM&FBovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Imobiliários
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
EBIT	<i>Earning Before Interest and Taxes</i>
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
IAN	Relatório Anual de Informações
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOV	Índice do Bovespa
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
RR	Relatório de Referência
SPSS	Statistical Package for Social Science

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	13
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	15
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA.....	16
1.2.1 Objetivo geral.....	16
1.2.2 Objetivos específicos.....	16
1.3 HIPÓTESE DA PESQUISA.....	16
1.4 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA.....	17
1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	19
1.6 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO.....	20
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	21
2.2 CARACTERIZAÇÃO DO <i>BOARD INTERLOCKING</i>	28
2.3 ANÁLISE DE REDES SOCIAIS E VARIÁVEIS CONSTITUTIVAS DAS REDES	36
2.4 SUAUIZACÃO DE RESULTADOS.....	39
2.5 MODELOS PARA IDENTIFICAR SUAUIZACÃO DE RESULTADOS.....	43
3 METODOLOGIA.....	46
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS.....	46
3.2 ESTRUTURA DE VALIDAÇÃO PREDITIVA.....	48
3.3 MODELO PARA ESTIMAR PRÁTICAS DE SUAUIZACÃO DE RESULTADOS	50
3.4 HIPÓTESES DA PESQUISA.....	54
3.5 TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS.....	56
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	57
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS ESTUDADAS.....	57
4.2 ANÁLISE ESTRUTURAL DAS REDES.....	61
4.3 ANÁLISE DA SUAUIZACÃO DE RESULTADO POR MEIO DO MODELO ECKEL (1981).....	67
4.4 ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE SUAUIZACÃO POR MEIO DAS MÉTRICAS DE LEUZ, NANDA E WYSOCKI (2003).....	70

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	75
5.1. CONCLUSÕES.....	75
5.2. SUGESTÕES DE ESTUDO FUTUROS.....	78
REFERÊNCIAS.....	79

1. INTRODUÇÃO

O crescimento das organizações e o desenvolvimento da economia mundial foram determinantes para a separação entre propriedade e controle nas empresas modernas. O controle individual até antes dominante tornou-se inviável. Para maximizar suas riquezas, os investidores viram-se obrigados a contratar pessoas especializadas para administrar suas organizações.

Com a pulverização do capital, o poder dos gestores foi fortalecido, permitindo autonomia e decisões alinhadas aos seus próprios interesses. Esse fortalecimento desencadeou problemas, uma vez que algumas decisões dos gestores passaram a não estarem necessariamente coerentes com os interesses dos acionistas. A necessidade de controlar os interesses diferentes convergiu para a criação de Conselhos de Administração. O principal papel do Conselho de Administração consiste em monitorar os conflitos entre agentes (FAMA; JENSEN, 1983). Porém, nos últimos anos, a Teoria da Dependência de Recursos (PFEFFER, 1972, PFERFFER; SALANCIK, 1978) tem destacado a utilização dos profissionais do conselho como meio de ligação entre as empresas, fenômeno conhecido como *board interlocking*. Tais ligações são fontes de importantes recursos para a empresa. Mas, também podem tornar-se canais para disseminação de práticas corporativas, como o gerenciamento de resultado, por exemplo.

Os estudos sobre Conselhos de Administração têm se concentrado em duas principais linhas teóricas: i) a Teoria da Agência (FAMA; JENSEN, 1983) e ii) a Teoria da Dependência de Recursos (PFEFFER, 1972; JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996). A Teoria da Agência atribui ao Conselho de Administração o papel de controlar e monitorar as decisões tomadas pelos gestores, minimizando o conflito de interesse entre as partes da organização (FAMA; JANSSEN, 1983). A maioria dos estudos sobre Conselho de Administração está atrelada a Teoria da Agência (HILLMAN; DALZIEL, 2003). Todavia, a complexidade dos ambientes corporativos tem limitado a aplicação dessa teoria, por não ser capaz de explicar alguns fenômenos sociais relacionados ao conselho (EISENHARDT, 1989).

A Teoria da Dependência de Recursos busca suprir essa lacuna teórica deixada pela Teoria da Agência. Na ótica da Teoria da Dependência de Recursos, o Conselho de Administração age como redutor das incertezas no ambiente corporativo, estabelecendo ligação com outras empresas por meio dos seus conselheiros, buscando, dessa forma, a

captação de recursos necessários para o desenvolvimento da organização (PFEFFER, 1972, PFERFFER; SALANCIK, 1978).

A presença de um membro no Conselho de Administração em outra empresa caracteriza um fenômeno conhecido internacionalmente como *board interlocking* (KNOWLES, 1973). Assim, entende-se que esse fenômeno ocorre quando um conselheiro de uma determinada companhia exerce o cargo no Conselho de Administração de outra empresa. Esta definição engloba não apenas a possibilidade dos conselheiros, mas também dos diretores, serem elos entre empresas (MIZRUCHI, 1996).

O *board interlocking* é um fenômeno importante no contexto organizacional (FONTES FILHO, 2012). Por meio dele, as empresas conseguem importantes recursos, como acesso a parceiros comerciais e conhecimentos específicos (GALES; KSNER, 1994). Adicionalmente, alguns estudos empíricos internacionais (DAVIS, 1991; MIZRUCHI, 1992; HAUNSCHILD, 1993; HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998) têm demonstrado que o *board interlocking* também é um importante canal de informação organizacional que pode influenciar a adoção de práticas corporativas. A lógica é que as empresas estão mais inclinadas a adotar determinadas práticas organizacionais quando compartilham conselheiros com empresas onde tal prática já é recorrente. Connelly e Slyke (2012) destacam que da mesma maneira que a presença do *board interlocking* pode influenciar a adoção de práticas positivas, sua presença também pode ser fonte de disseminação de práticas discricionárias, como, por exemplo, o Gerenciamento de Resultado (CHIU; TEOH; TIAN, 2013).

O Gerenciamento de Resultado, segundo Healy e Wahlen (1999), ocorre quando os gerentes usam julgamento nos relatórios financeiros e na estruturação de operações para alterar relatórios financeiros, ou seja, manipular informações sobre a performance econômica subjacente da empresa ou para influenciar os resultados contratuais que dependem de números contábeis reportados para os *stakeholders*. Shipper (1989) entende o Gerenciamento de Resultados como uma intervenção intencional no processo de elaboração e divulgação da informação contábil com a intenção de obter ganhos privados.

Martinez (2001) menciona que há três modalidades de Gerenciamento de Resultado. Na modalidade *Target Earnings* (Lucro Alvo), os resultados são gerenciados para atingir uma determinada meta do período. Na modalidade *Income Smoothing* (Suavização de Resultado), busca-se reduzir a variação exagerada de resultados. Na *Big Bath Accounting* ou *Take a Bath* busca-se piorar os resultados atuais em prol de lucros futuros. O foco desta pesquisa é a modalidade Suavização de Resultado.

As pesquisas sobre Suavização de Resultado têm sido mais bem sucedidas do que outros estudos das modalidades de gerenciamento de resultado por duas razões. Primeiro, o alisamento (suavização) de resultado tem sido definido com mais precisão e em segundo lugar, a diferenciação entre *smoothers* (empresas que suavizam) e *no-smoothers* (empresas que não suavizam) tem sido operacionalizado com sucesso em numerosos estudos (BELKAOUI; PICUR, 1984, MICHELSON; JORDAN-WAGNER; WOOTTON, 1995; BAO; BAO, 2004).

As práticas de Suavização de Resultado são vistas como motivações assim relacionadas: i) as relações com os proprietários da empresa, investidores, credores, fornecedores, trabalhadores; ii) maiores margens de segurança e menores custo de capital; iii) beneficiar compensação de bônus; iv) beneficiar incentivos fiscais; e, v) criar mercados de capitais mais estáveis (BEIDLEMAN, 1973; HEPWORTH, 1953; MOISÉS, 1987; TRUEMAN; TITMAN, 1988).

No mercado acionário brasileiro a Suavização de Resultado tem sido objeto de diversos estudos. Muitos deles engajados em explicar a prática de suavização por distintos constructos, como ADRs (LOPES; TUKAMOTO, 2007), Risco e Retorno (CASTRO; MARTINEZ, 2008), Custo de Capital de Terceiros e Estrutura de Capital (CASTRO; MARTINEZ, 2009), Níveis de Governança Corporativa (LYRA; MOREIRA, 2011), Conservadorismo Contábil (ALMEIDA *et al.*, 2012), Classificação das Agências de *Rating* (TONIN, 2012).

Com o propósito de ampliar os horizontes do conhecimento científico sobre Suavização de Resultados, este estudo se propõe investigar a relação entre as práticas utilizadas pelas companhias abertas para suavizar o lucro e um fenômeno emergente em pesquisas na área de finanças no Brasil (SANTOS; SILVEIRA, 2007), o *board interlocking*.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando o que foi exposto, apresenta-se a questão que orienta esta pesquisa: **qual a influência do *board interlocking* sobre as práticas de suavização de resultados em companhias de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa?**

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.2.1 Objetivo geral

Em consonância com o problema de pesquisa, o estudo tem como objetivo geral levantar, medir e explicar a relação das práticas de *board interlocking* e suavização de resultados em companhias de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa no período 2009-2012.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Identificar elementos que caracterizam a existência de *board interlocking* por meio da análise de redes sociais corporativas;
- b) Levantar a magnitude dos *accruals* como variável para verificar tendências de suavização de resultados contábeis no período em estudo; e
- c) Verificar a relação entre as práticas de suavização de resultados contábeis e os elementos constitutivos das redes sociais corporativas (Centralidade de Grau, Centralidade de Intermediação, *Structural Holes*, Tamanho do Conselho e *Outsides*).

1.3 HIPÓTESE DA PESQUISA

Após a elaboração do problema e o delineamento dos objetivos de uma pesquisa, cabe a construção e exposição da hipótese de pesquisa (MARTINS, THEÓPHILO, 2009). Hipótese, nessa perspectiva, refere-se a uma proposição que antecede a constatação dos fatos e busca orientar a procura da explicação para o problema (TRUJILHO FERRARI, 1982). Em consonância com o problema e objetivos da pesquisa apresenta-se a construção da hipótese de pesquisa: **os elementos constitutivos de redes sociais corporativas, representados pela Centralidade de Grau, Centralidade de Intermediação, *Structural holes*, Tamanho do Conselho e *Outsides* tendem a influenciar positivamente as práticas de suavização de resultado.**

1.4 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

O *board intelocking* é um assunto que tem gerado interesse de pesquisadores desde o início do século passado (DOOLEY, 1969) e sua existência foi o principal agente motivador da adoção da *Clayton Art* em 1914, nos EUA, é instituída com o propósito de proibir a formação de redes corporativas entre companhias concorrentes. Entretanto, a Lei *Clayton Art* não teve o efeito desejado uma vez que não condenava a prática de redes sociais corporativas.

De acordo com Dooley (1969), o *board interlocking* é um fenômeno crescente no cenário econômico americano. Na década de 30, a Comissão de Recursos Nacional Americana identificou que das 250 maiores organizações americanas, 225 possuíam no mínimo um conselheiro participando de outra grande corporação. No ano de 1965, um total de 4007 cargos era ocupado por 3165 conselheiros e 562 membros ocupavam um lugar no conselho em duas ou mais empresas. Em 1935, embora a existência de cargos e conselheiros fosse menor, a distribuição das redes corporativas era similar. No cenário asiático, Au, Peng e Wang (2000) identificaram a presença de *board interlocking* em aproximadamente 61% das 200 maiores empresas de Hong Kong, em 1997. Este percentual está abaixo do encontrado em empresas britânicas (69%) e americanas (64%) no mesmo período.

No Brasil, os estudos sobre o *board interlocking* ainda são embrionários. Santos e Silveira (2007) encontraram que mais de 68% das empresas brasileiras apresentam redes sociais corporativas. Estes resultados foram confirmados no estudo de Wesley-da-Silva (2010) que destacou o expressivo crescimento dos laços corporativos entre as companhias brasileiras de aproximadamente 340% no período de 1997 a 2007.

O *board interlocking* também tem chamado a atenção em pesquisa na área de sociologia (ALLEN, 1974, MIZRUCHI, 1996; BURRIS, 2005), mas os trabalhos mais relevantes são em administração (SCHOORMAN; BAZERMAN; ATKIN, 1981; ZAJAC, 1988; HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998; CONELLY; SLYKE, 2012) e finanças (ORNSTEIN, 1984; DAVIS, 1996; SANTOS; SILVEIRA, 2007; POMBO; GUTIERREZ, 2011). Na área de finanças, os principais estudos concentram-se em investigar a relação da presença do *board interlocking* e o desempenho da empresa. Todavia, há uma importante vertente que não vem sendo explorada: refere-se à associação das conexões entre empresas e a adoção de práticas corporativas.

A literatura sugere que a existência de *board interlocking* tem impacto significativo sobre as estratégias corporativas (MIZRUCHI, 2006). Nessa perspectiva, Davis (1991),

constatou que empresas americanas com conselheiros em comum têm maior chance de adotar práticas contra tomada de controle (*poisson pills*). Haunschild (1993) encontrou uma associação significativa entre a presença de *board interlocking* e a participação das empresas em fusões e aquisições. Chiu, Teoh e Tian (2013), constataram que empresas americanas estão mais inclinadas a alterar propositalmente seus resultados quando compartilham conselheiros com organizações que gerenciam seus resultados. Pesquisas que buscam investigar a relação do *board interlocking* com a adoção de práticas de gerenciamento têm caráter inédito no cenário nacional.

Estudos nacionais apresentam evidências da relevância da informação contábil no contexto do mercado acionário brasileiro (LOPES, 2001; LIMA; TERRA, 2004; TAFFAREL; CLEMENTE, 2011; BARROS, 2012). O principal questionamento destes estudos está em evidenciar que a divulgação da informação contábil é capaz a alterar expectativas de investidores sobre fluxos futuros de caixa. Nessa perspectiva, o Gerenciamento de Resultados contábeis pode influenciar na decisão tomada pelos investidores (MARTINEZ, 2001).

Todavia, a decisão de manipular os resultados contábeis pode não partir apenas dos gestores, mas também, ser proveniente das decisões tomadas pelos membros do Conselho de Administração. Como os conselheiros podem atuar em várias organizações simultaneamente, entende-se que a prática de Gerenciamento de Resultado pode fluir por meio dessas ligações entre empresas. Portanto, espera-se que a presença do board interlocking favoreça a adoção de práticas de Suavização de Resultado.

As características divergentes do mercado de capitais brasileiros em relação ao americano, como baixa proteção aos acionistas minoritários e a grande concentração de capital nas mãos de um único acionista (VALADERES; LEAL, 2000; CARVALHAL-DASILVA, 2004) ou de até três acionistas (GONDRIGE; CLEMENTE; ESPEJO, 2012) torna-se relevante investigar a relação entre gerenciamento de resultado na sua forma de *income smoothing* e os elementos constitutivos de redes sociais corporativas, representados pela Centralidade de Grau, Centralidade de Intermediação, *Structural holes*, Tamanho do Conselho e *Outsides*.

Em termos teóricos, o estudo contribui para a ampliação da literatura financeira, integrando o conhecimento financeiro, contábil e sociológico, para investigar empiricamente se as práticas de *board interlocking* têm relação com a Suavização de Resultado em companhias brasileiras de capital aberto que negociam ações na BM&FBovespa. Em termos

práticos, o conhecimento proporcionado por essa pesquisa pode ser utilizado como suporte para avaliar a adoção de práticas de suavização de resultado no mercado acionário brasileiro.

Chiu, Teoh e Tian (2013) realizaram um estudo com as 1500 empresas americanas componentes Índice da Standard & Poor's (S&P 1500) com o objetivo de analisar a relação entre o Gerenciamento de Resultado e a presença do *Board Interlocking*. Os resultados demonstraram que as empresas estrangeiras estão inclinadas a adotar práticas discricionárias de gerenciamento de resultados quando possuem conselheiros ligados a empresas que possuem essa característica. Portanto, em relação às pesquisas anteriores, na prática, o estudo difere-se por buscar na literatura da análise de redes sociais, variáveis que possam auxiliar na explicação da adoção de práticas de suavização de resultado por empresas brasileiras, fato ainda não explorado no cenário nacional.

Em termos de contribuição para o Curso de Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná e para as áreas de Contabilidade e Finanças, o estudo está intimamente relacionado aos conceitos subjacentes à Teoria da Agência, Assimetria Informacional, Gerenciamento de Resultado e Conselho de Administração. Assim, entende-se que o estudo contribui para o fortalecimento da linha de pesquisa em Contabilidade Financeira, auxiliando usuários externos da contabilidade na compreensão da presença de *board interlocking* e na prática de suavização de resultado no mercado de capitais brasileiro. Esses assuntos estão em sintonia com a área desse Mestrado e do Laboratório de Pesquisa em Contabilidade Financeira, registrado no Diretório de Pesquisa do CNPq e com a linha de pesquisa de Contabilidade Financeira e Finanças.

1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A pesquisa verifica a relação entre a existência de *board interlocking* nas empresas e a prática de suavização de resultado, utilizando como métricas para suavização de resultado o modelo proposto por Eckel (1981) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003). O modelo de Eckel (1981) identifica se a empresa suaviza ou não seus resultados, enquanto o modelo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), mensura o grau de suavização das companhias e detecta a prática discricionária dos gestores. Embora o modelo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), apresente quatro métricas para mensuração da Suavização de Resultado, nesta pesquisa foram utilizadas apenas as métricas EM₁ e EM₃, uma vez que a métrica EM₄ tem como finalidade verificar a

influência de normas contábeis sobre o gerenciamento de resultado, o que não se constitui objetivo do presente estudo.

Outra delimitação refere-se à amostra, que compreende as empresas brasileiras, não financeiras, de capital aberto, que compõem ao Índice Bovespa (IBOV) que negociaram suas ações no período de 2009 a 2012 e que disponibilizaram informações suficientes para a execução do estudo. Para Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), o índice Ibovespa manifesta o comportamento dos principais papéis negociado na BM&FBovespa e tem como uma de suas finalidades servir de indicador do comportamento do mercado. As ações integrantes da carteira teórica do Ibovespa representam mais de 80% do número de negócios e volume financeiro verificado no mercado à vista.

1.6 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

A pesquisa está dividida em cinco capítulos. O primeiro contempla o problema de pesquisa, os objetivos gerais e específicos, a justificativa, a delimitação do estudo e a organização da pesquisa.

No segundo capítulo, apresenta-se a fundamentação teórica e empírica que dará suporte para a pesquisa. Inicia-se apresentando os aspectos da Governança Corporativa e Conselho de Administração, posteriormente é destacado a presença do *Board Interlocking* e seus reflexos no fluxo de informação organizacional. Após são levantados aspectos da análise de redes sociais e estudos empíricos sobre a ligação entre conselhos. Em seguida, são apresentados os aspectos do Gerenciamento de Resultado, destacando a modalidade de Suavização de Resultados (*Income Smoothing*).

No terceiro capítulo são definidos os método e as técnicas de pesquisa adotadas, explicando detalhadamente as variáveis e os modelos estatísticos utilizados na análise da prática de Suavização de Resultado. No quarto capítulo são apresentadas os achados dos estudos para as métricas de suavização de propostas por Eckel (1981) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003), utilizando-se análise das regressões em dados em painel. Por último,, apresentam-se as percepções do pesquisador e as recomendações para pesquisas futuras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nessa seção, são apresentados os elementos teóricos da pesquisa. Inicialmente, evidenciam-se os aspectos da Governança Corporativa e Conselho de Administração. Posteriormente apresentam-se os aspectos conceituais do *board interlocking* associados à informação interorganizacional. Na sequência, discutem-se os elementos constitutivos das redes sociais, abordando as principais métricas utilizadas para medição do *board interlocking*, além da revisão conceitual sobre suavização de resultados contábeis.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Adam Smith, no século XVIII, fomentou a discussão sobre a separação da propriedade e o controle, tema estudado posteriormente na literatura financeira sobre a estrutura de Governança Corporativa. Na obra, *The Wealth of Nations*, Smith (1776), demonstrou preocupação com a separação entre propriedade e controle nas organizações e destacou a displicência dos gestores em relação ao dinheiro dos investidores. As características organizacionais da época não permitiram que essa proposição fosse comprovada empiricamente.

Passado um longo período, Berle e Means (1932), no texto *The Modern Corporation and Private Property*, reacenderam a discussão sobre a separação de propriedade e controle. Para Iudicibus e Lopes (2004), este trabalho foi fundamental para introduzir as bases essenciais para compreensão do conflito de agência entre o acionista e o executivo. Berle e Means (1932) observaram que com o crescimento das organizações, as mesmas não poderiam mais ser controladas por uma única pessoa ou por uma única família. Demonstrou que a divisão de controle tornara-se necessária a fim de maximizar a riqueza organizacional. A pulverização de controle fortaleceu o poder dos administradores, permitindo que possuíssem autonomia nas decisões e passassem a agir em função de seus próprios interesses. O estudo de Berle e Means (1932) forneceu evidências empíricas sobre a concentração de propriedade, mas, a ausência de obrigatoriedade das empresas em publicar suas demonstrações foi um importante limitador dos resultados.

Problemas decorrentes da separação de propriedade e controle nas organizações deram origem a um dos paradigmas teóricos mais importantes na literatura contábil, a Teoria da Agência (LAMBERT, 2001). A Teoria da Agência tem ajudado, desde então, a explicar os

conflitos entre os gestores e acionistas majoritários, e entre esses últimos e os acionistas minoritários. Os estudos de Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973) destacam-se por serem uns dos primeiros a evidenciar a Teoria da Agência. Ambos os trabalhos tiveram como base a análise da estrutura de remuneração variada dos executivos.

A relação de agência pode ser definida “como um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega outra pessoa (o agente) para realizar um serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 310). Os autores postulam que o contrato entre o acionista e o executivo é permeado por uma relação de agentes, onde o primeiro é visto como principal e o segundo como agente. Se ambas as partes agirem de forma a maximizar suas riquezas, é coerente acreditar que o agente nem sempre agirá em razão do interesse do principal. Essa distinção entre o comportamento do principal e agente é a premissa fundamental que transpassa a Teoria da Agência. Em 1994, no artigo “*The nature of man*”, Jansen e Meckling discutiram o comportamento humano, contemplando a ideia da impossibilidade de um indivíduo priorizar a maximização da riqueza de outra pessoa em detrimento de sua própria. Dessa forma, cria-se um ambiente para fundamentar a hipótese principal da Teoria da Agência: a inexistência de agente perfeito (OKIMURA, 2003). Essa hipótese abre lacunas para a divergência entre o comportamento esperado pelo principal e o realmente manifestado pelo agente.

Iudícibus e Lopes (2004) afirmam que o conflito de agência surge quando agentes possuem interesses divergentes do principal e ao colocar seus interesses pessoais em primeiro plano acabam prejudicando o funcionamento da organização. Dentro dessa visão, o acionista deve se proteger contra a tentativa de expropriação pelo administrador. Essa expropriação pode acontecer por intermédio de uma simples apropriação indevida de um ativo ou até mesmo por formas mais sofisticadas, como a realização de investimentos com retorno duvidoso, aumentando o poder do gestor na organização e reduzindo a parcela de dividendos a distribuir.

Para Barney e Hesterly (2004) a transferência de poder do proprietário para o executivo pode tornar-se problemática por três motivos: i) a divergência de interesse que normalmente ocorre entre o principal e o agente; ii) os custos inerentes ao monitoramento das ações do agente; e iii) os custos incidentes para obtenção de informações disponíveis ao agente ou em seu poder. Os custos de monitorar perfeitamente a ação do gestor estão relacionados com a assimetria de informação, já que, por inúmeras vezes os gestores possuem um nível de informação muito superior que os investidores.

Estudos recentes envolvendo conflitos de agência convergem para problemas gerados por informações incompletas, situação na qual nem todos os participantes da organização possuem o mesmo nível de informação. Esse fenômeno é conhecido na literatura financeira como assimetria informacional (HENDRIKSEN; BREDA, 2007). Para Copeland, Weston e Shastri (2005), a assimetria de informação não pode ser entendida como um evento, mas sim como um processo inerente a existência de diferentes níveis de conhecimento entre as partes que negociam.

Para Pratt e Zeckhauser (1985) dificilmente as informações disponíveis são completas. Essa imperfeição informacional faz com que o principal estabeleça contratos com o agente para que seus interesses sejam respeitados. O comportamento de dependência entre indivíduos ocasiona problemas de agência. Portanto, torna-se interessante identificar o nível de assimetria informacional, uma vez que a capacidade de observar o ambiente é limitada. Caso não fosse, a informação seria transparente e não existiriam problemas de agência (SEGATTO-MENDES, 2001).

Exemplos práticos de problemas de conflito de interesse e assimetria informacional foram observados na virada do século XXI, em função de escândalos empresariais, especialmente nos Estados Unidos. As histórias das gigantes americanas, Enron, WorldCom e Tyco foram determinantes para que entidades governamentais repensassem novas formas de controlar os poderes dos executivos (GUERRA, 2009). A existência de problemas de agência e diferentes níveis de conhecimento entre os investidores e gestores foram decisivos para a criação de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação de interesses entre o principal e o agente. Para tal conjunto de mecanismos deu-se o nome de Governança Corporativa (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003).

A partir da década de 90, o termo Governança tornou-se disseminado ao público em geral (CARLSSON, 2001). Para Shleifer e Vishny (1997), a Governança Corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos pelos quais o investidor garante a obtenção do retorno de seu investimento. De forma mais detalhada, *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2004), define a Governança Corporativa como um conjunto de relacionamento entre investidores, executivos, conselheiros e demais partes interessadas, fornecendo uma estrutura na qual os objetivos na organização são definidos e o desempenho é monitorado. Nota-se que a Governança Corporativa não se restringe a garantir o retorno aos investidores, mas se propõem a definir os objetivos da organização e prezar pelo desempenho corporativo.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004), na concepção da teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa surge para suplantar os problemas entre agente e principal, presente a partir da separação entre propriedade e controle nas organizações. Nessa linha, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002) descreve a Governança Corporativa como um conjunto de práticas que busca além de proteger as partes interessadas, aperfeiçoar o desempenho da companhia e facilitar o acesso ao capital.

O surgimento da Governança Corporativa está atrelado ao controle e monitoramento dos negócios, auxiliando na identificação e solução de possíveis problemas de agência e permitindo que a empresa possua melhores condições de acesso ao capital. De acordo com Guerra (2009), a implantação do modelo de Governança Corporativa foi demandada ao setor privado após os escândalos empresariais. Cadbury e Millstein (2005) destacam que os episódios proporcionaram a instituição de novas normas, como o Ato Sarbannes-Oxley (SOX) em 2002, que converteram em obrigatórias algumas práticas tidas como voluntárias para as companhias com ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque. Essas alterações normativas, de acordo com Becht, Bolton e Röell (2005), tinham como finalidade reestabelecer a confiança dos investidores nos relatórios financeiros das empresas.

O Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de Governança Corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Sua importância respalda-se na adoção de ações pela transparência, integridade e prestação de contas da empresa e sua gestão, incluindo supervisão da diretoria (TERRA; LIMA, 2006).

Na ótica da Teoria da Agência, o Conselho de Administração é fundamental na resolução de conflitos de interesses próprios da gestão organizacional, constituindo um importante mecanismo interno para a estrutura de governança das grandes corporações (HERMALIN; WEISBACH, 2001). Williamson (1984) descreve que a autoridade legal concedida ao Conselho de Administração para contratar, demitir e compensar os gestores é uma das características que transformam o Conselho em um elemento essencial da Governança Corporativa.

A atuação do Conselho de Administração também tem se destacado por minimizar problemas advindos de uma organização de capital pulverizado. Nesse tipo de organização, os investidores adotam uma posição passiva como acionistas, deixando aos executivos o papel de definir e executar as estratégias corporativas. A passividade dos investidores abre espaço para inúmeros casos de oportunismo, quando os executivos atuam segundo seus próprios interesses (FONTES FILHO, 2012).

O papel de “guardião” atribuído ao Conselho de Administração vem sendo reforçado em estudos acadêmicos (MACE, 1971; DRUCKER, 1981; ZAHRA; PEARCE, 1989; BOYD, 1990; JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996) que predominantemente centralizam suas discussões sobre a relação entre a propriedade e o controle. Todavia, esse papel de controle mostrou-se mais evidente em mercados com supremacia de propriedade pulverizada. De acordo com La Porta, Lopes-de Silanes e Shleifer (1999) a atuação do Conselho de Administração no controle dos executivos, em países de propriedade concentrada, tende a ser menor, estando associada, principalmente, a proteção dos acionistas minoritários.

Em países como o Japão e Alemanha, caracterizados pela concentração de propriedade em torno de grupos empresariais e bancos, a atuação do conselho tem-se direcionado a atender às expectativas de grupos de interesse e demandas da sociedade (FONTES FILHO, 2012). Portanto, em mercados de propriedades concentradas, observa-se que o Conselho de Administração tem se destacado por exercer outro importante papel: o papel de ligação entre as organizações.

Embora a Teoria da Agência tenha se mostrado essencial para o entendimento do papel do controle do Conselho de Administração, Eisenhardt (1989), descreve que somente ela não é suficiente para compreender a complexidade das organizações. De acordo com Huse (2007), por muito tempo a Teoria da Agência vem sendo considerada uma “autoridade divina” nos debates sobre Governança Corporativa. Todavia, suas atribuições vêm sendo fonte de questionamento por não considerar as características sociais dos indivíduos. Nesse contexto, a necessidade de outra abordagem teórica torna-se importante para compreensão de alguns fenômenos que ocorrem no cenário organizacional.

Em face dessa discussão, vários estudos (BOYD, 1990; PEARCE; ZAHRA, 1992; DAILY; DALTON, 1994; GALES; KENSEN, 1994; HILLMAN; DALZIEL, 2003) têm utilizado a Teoria da Dependência de Recursos como pano de fundo para investigar o papel do conselho como fonte de recursos essenciais para a organização.

A Teoria da Dependência de Recursos propõe que o Conselho de Administração é um mecanismo de gestão de recursos externos (PFEFFER; SALANCIK, 1978), agindo como redutor de incertezas (PFEFFER, 1972) e proporcionando a diminuição do custo de transação (WILLIAMSON, 1984). O papel dos diretores, na visão da Teoria da Dependência de Recursos diverge do papel de agência, embora conselheiros possam desempenhar ambos os papéis de forma simultânea (JOHNSON *et al.*, 1996). Sob a ótica da dependência de recursos,

diretores servem de conexões entre a firma e o ambiente corporativo, minimizando as incertezas dos fatores contingenciais (HILLMAN; CANNELLA; PAETZOLD, 2000).

Segundo Zald (1969), a premissa subjacente à Teoria da Dependência de Recursos fundamenta-se na ideia que as organizações por mais independentes que possam parecer não podem desconsiderar a relevância de recursos externos para seu desenvolvimento. Em outras palavras, por mais autônoma que seja a organização, ela sempre necessitará de recursos que não estão em seu poder. Para Thompson e McEwen (1958), o acesso a recursos externos torna-se facilitado quando corporações estabelecem ligações com outras firmas, trabalhando em prol de objetivos em comuns.

Para sobreviver, as organizações precisam lidar de forma eficiente com as incertezas (PFEFFER; SALANCIK, 1978). Tais incertezas restringem o controle das organizações a recursos e escolhas estratégicas comprometendo seu desempenho. Para minimizar o nível de incerteza, as organizações utilizam o Conselho de Administração como mecanismo de acesso a outras firmas, trazendo recursos como informação, habilidades, acessos a fontes de financiamento e legitimação (GALES; KESNER, 1994). A consolidação dessas conexões se dá pela inserção de profissionais em comum no Conselho de Administração, ou seja, um mesmo profissional atuando no conselho de duas empresas. Esse fenômeno é conhecido na literatura internacional como *board interlocking*.

Na Figura 1 demonstra-se a tipologia teórica empregada por Hung (1998), para descrever as ligações entre companhias por intermédio do Conselho de Administração.

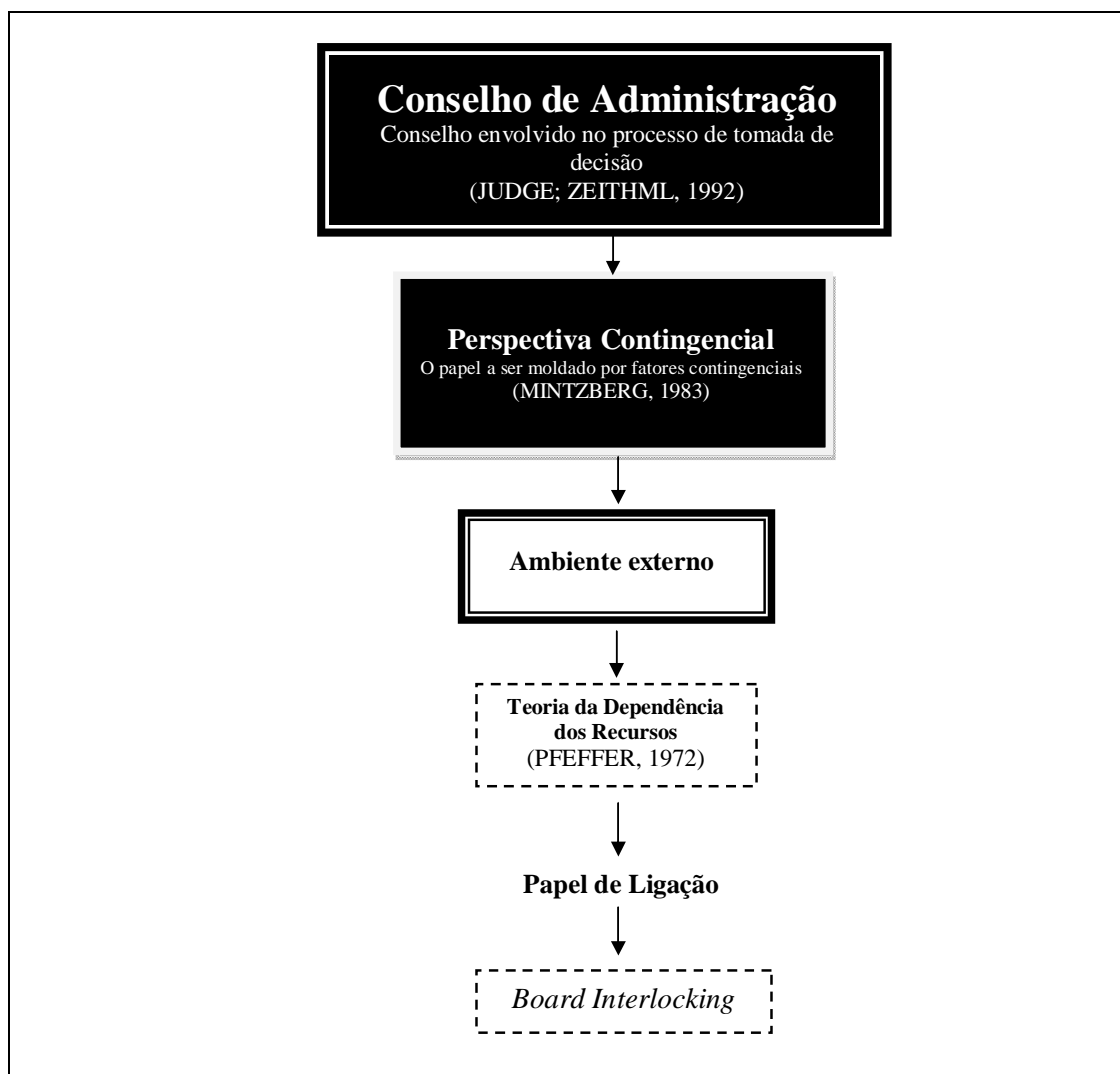


Figura 1: Tipologia Teórica do *Board Interlocking* proposta por Hung (1998)
Fonte: adaptado de Hung (1998).

De acordo com Judge e Zeithaml (1992), o envolvimento do Conselho de Administração nas decisões estratégicas é um processo complexo. Mudanças no ambiente normalmente são associadas a transformações nas estratégias corporativas (HILLMAN, CANNELLA, PAETZOLD, 2000). Essas mudanças em parte, podem ser explicadas pela existência de fatores contingenciais inerentes à organização.

Os fatores contingenciais podem influenciar o ambiente organizacional tanto interna como externamente. Para Mintzberg (1983), fatores de origem externa (mercado, clientes, governo, sociedade, concorrentes) são mais importantes, pois não podem ser diretamente controlados pela organização. Tais fatores dificultam a aquisição de recursos pela empresa e aumentam o nível de incerteza do mercado (HUNG, 1998). Sob a influência dos fatores

contingenciais de origem externa, o Conselho de Administração tem um importante papel no acesso aos recursos críticos à empresa e tem sustentação na Teoria da Dependência de Recursos (PFEFFER, 1972). Nessa ótica, as empresas dependem umas das outras para conquistar recursos valiosos, estabelecendo ligações entre si na tentativa de regular sua interdependência (HUNG, 1998). Quando as ligações ocorrerem por meio do Conselho de Administração, surge o fenômeno denominado *board interlocking*.

2.2 CARACTERIZAÇÃO DO *BOARD INTERLOCKING*

As expressões *board interlocking* (SANTOS; SILVEIRA, 2007; BIZJAK; LEMMON; WHITBY, 2009; MENDES-DA-SILVA, 2010; CONNELLY; SLYKE, 2012), *interlocking directorship* (ZALAC, 1988; HUNG, 1998; AU; PENG; WANG, 2000), *board network* (BATTISTON; WEISBUCH; BONABEAU, 2003; KIM, 2005), *director interlocks* (HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998), *interlocking directorates* (DOOLEY, 1969; ORNSTEIN, 1982) têm sido usadas na literatura financeira para definir ligações entre empresas por meio de Conselho de Administração.

O *board interlocking* ocorre quando um profissional atua simultaneamente no Conselho de Administração de duas empresas. Em outras palavras, trata-se de uma relação social criada entre duas empresas por meio da inclusão de um profissional em comum no Conselho de Administração (FICH e WHITE, 2001). Esse profissional fornece acesso a importantes recursos indispensável para a empresa (HUNG, 1998).

A ligação entre as organizações por meio do Conselho de Administração, pode se caracterizar de duas formas: *simple board interlocking* e *reciprocal board interlocking*, conforme apresentado na Figura 2.

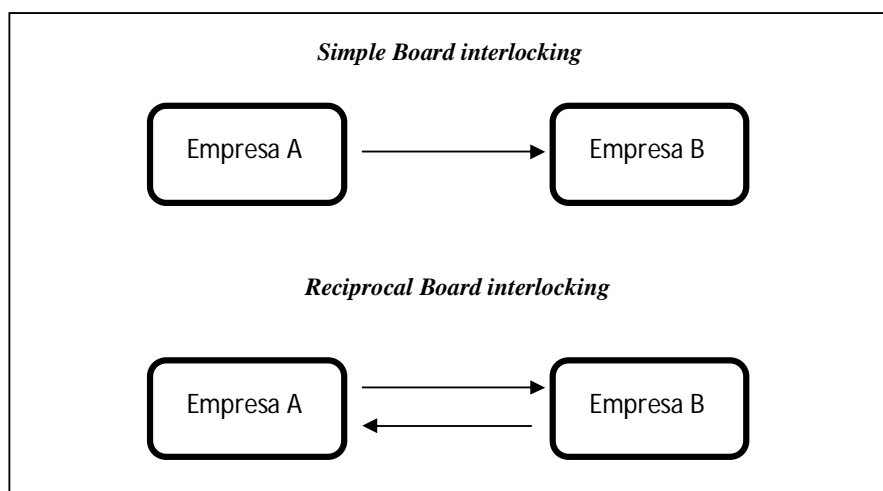


Figura 2: Formas de ligações entre empresas
 Fonte: adaptado de Silva e Silveira (2007).

O *simple board interlocking* ocorre quando um conselheiro da empresa *A* ocupa um cargo no Conselho de outra, *B*, mas nenhum conselheiro da empresa *B* possui assento no Conselho da empresa *A*. O *reciprocal board interlocking*, ocorre quando um conselheiro da empresa *A* trabalha na empresa *B* e mutuamente um conselheiro da empresa *B* participa do conselho da empresa *A* (SILVA; SILVEIRA, 2007).

Nos EUA, é comum a ocorrência de participações de conselheiros e executivos em outras empresas (FONTES FILHO, 2012). Na década de 30, Dooley (1969) constatava que, das 250 maiores organizações americanas, 90% possuíam no mínimo um conselheiro trabalhando em outra empresa. Davis (1996) descreve que a presença de laços entre as organizações americanas eram evidente na década de 80. Profissionais das empresas participavam em média do Conselho de Administração de outras sete grandes corporações formando redes de mais de quarenta empresas.

No Canadá, a presença de *board interlocking* é um fenômeno comum entre as maiores corporações. Ornstein (1982) constatou que no período de 1946 a 1977 as cem maiores empresas canadenses apresentaram aproximadamente 1600 laços em cada período. Au, Peng e Wang (2000) identificaram *board interlocking* em aproximadamente 61% das 200 maiores empresas de Hong Kong em 1997; percentual pouco abaixo do demonstrado por Inglaterra (69%) e Estados Unidos (64%) para o mesmo período. Cox e Rogerson (1985) investigaram as 115 maiores organizações da África do Sul, 110 indústrias e 5 bancos. Evidenciaram que aproximadamente 50% das entidades possuem um conselheiro atuando em mais uma empresa.

Santos e Silveira (2007) investigaram 320 empresas com liquidez no mercado de capitais brasileiro, nos anos de 2003 e 2005. Os resultados indicaram um percentual de 74% (2003) e 68,8% (2005) de *board interlocking*. Também em 2005, cerca de 50% dos profissionais que atuavam na presidência do conselho, participavam do conselho de outra empresa simultaneamente. Mendes-da-Silva (2010) estudou 452 empresas no período de 1997 a 2007 e constatou que, em média, 60% dos Conselheiros estavam conectados a 7 (sete) companhias. De acordo com Dooley (1969), a existência de *board interlocking* está atrelada a cinco fatores: i) tamanho da empresa, ii) controle gerencial, iii) ligações com instituições financeiras, iv) grupo de interesses locais, e v) relação com concorrentes.

O tamanho da empresa exerce influência na presença de *board interlocking*. Grandes corporações tendem a possuir mais laços corporativos que empresas menores. Isso ocorre porque os conselheiros dessas empresas são mais experientes, habilidosos e competentes. Assim, a inclusão de tais profissionais no quadro de conselheiros facilita o acesso a outras organizações, potenciais investidores e ao governo.

O controle gerencial é outro fator relevante para a existência do *board interlocking*. Empresas com maior incidência de executivos no conselho tendem a reduzir as ligações entre corporações. Uma explicação para esse fenômeno reside no fato de que executivos têm suas funções atreladas à gestão da empresa e com isso seu tempo para investir na participação em outros Conselhos torna-se restrita.

Empresas com dificuldade financeira inclinam-se a estabelecer ligações com instituições financeiras a fim de conseguir melhores condições de crédito. Estudos no mercado americano (DOOLEY, 1969) demonstram que o número de laços entre as organizações aumenta à medida que a empresa não financeira se torna insolvente. Mizruchi *et al.* (1993) destacam que em 1981, 70% das empresas pertencentes à *Fortune* 500 apresentavam ligações de seus Conselhos com instituições financeiras. Se por um lado a criação de *board interlocking* enseja melhores condições de crédito para as empresas, por outro, esse fenômeno também é atrativo para os bancos, pois essas ligações permitem que instituições financeiras reduzam os riscos de assimetria informacional nos relatórios financeiros.

A existência de grupos de interesses locais é um fator relevante para criação de *board interlocking*. Empresas que têm sede em um mesmo centro comercial tendem a criar laços entre si. Na década de 30, aproximadamente metade dos 250 maiores empresas era distribuída

em oito grupos de interesses, sendo cinco associados a grupos financeiros e industriais (*Morgan-First Nacional, Rockefeller, Kuhn-Leob, Mellon e DuPont*).

A relação com concorrentes também tem despertado o interesse para a formação de *board interlocking*. Estudos de Pennings (1980) e Burt (1983) demonstram que setores com maior concentração de mercado e poucas empresas, apresentam um nível de *board interlocking* maior. Assim, a presença de ligações entre empresas concorrentes por meio de conselheiros favorece a formação de oligopólios no mercado.

A formação de ligações entre empresas concorrentes é motivo de discussão em vários países. Na Itália, por exemplo, recentemente foi promulgada a Lei 214/2011, proibindo o mesmo profissional de atuar no Conselho de Administração de mais de uma instituição financeira. Essa medida, além de preservar a concorrência entre as empresas do mesmo setor, também evita que pequenos grupos de profissionais decidam os rumos das companhias mais influentes do país (MUTO, 2012).

A legislação brasileira trata da formação de *board interlocking* entre empresas concorrentes. A Lei 6.404/76, em seu artigo 147, parágrafo 3º, inciso I, condena a participação de conselheiros entre empresas do mesmo segmento. Mesmo assim, Mendes da Silva (2011), destaca que mesmo empresas concorrentes como a TAM e a Gol, por exemplo, demonstram a presença de conexões indiretas entre os conselheiros.

Os principais estudos sobre *board interlocking* fundamentam-se na Teoria da Dependência de Recursos para explicar as razões das conexões criadas entre as empresas (HILLMAN; CANNELLA; PAETZOLD, 2000). Pfeffer e Salancik (1978) descrevem que quando a organização nomeia um profissional para integrar seu Conselho de Administração, espera que esse conselheiro propicie recursos para ajudar a empresa a se desenvolver. Sugere que a adoção do *board interlocking* pode proporcionar vários benefícios para a entidade, como: i) fornecimento de recursos específicos, ii) auxílio na obtenção de apoio de importantes elementos externos à empresa, iii) legitimação, e iv) criação de um canal de comunicação entre as organizações.

Hillman, Cannella e Paetzold (2000) explicam que o *board interlocking* é uma substancial fonte de recursos externos e que as empresas buscam inserir em seus Conselhos, profissionais que desempenham funções gerenciais em outras organizações com o propósito de aumentar as fontes de financiamentos. Esses profissionais agregam valiosos recursos, uma vez que fornecem informações e auxiliam no processo de tomada de decisão da empresa. A

premissa básica da Teoria da Dependência de Recursos sugere que o fornecimento de recursos por meio do *board interlocking* está diretamente relacionado ao desempenho da empresa (HILLMAN; CANNELLA; PAETZOLD, 2000). Nessa perspectiva, vários estudos (ONG; WAN; ONG, 2003; SANTOS; SILVEIRA, 2007; POMBO; GUTIERREZ, 2011) têm-se proposto a investigar a relação da presença de ligações entre empresas por meio de seus conselheiros e o desempenho da organização.

O *board interlocking* também é benéfico para as empresas conquistarem apoio de importantes elementos externos. A inclusão de profissionais representantes de grupos sociais ou movimentos pode auxiliar a organização a evitar ações conflitantes com tais grupos (SELZNICK, 1965). Outro benefício conquistado quando empresas estabelecem conexões entre si por meio de seus conselheiros é a legitimação. Para Hillman, Cannella e Paetzold (2000), é interessante a organização adicionar profissionais com reconhecida experiência e conhecimento ao seu conselho. Essa atitude reflete uma boa imagem da empresa para o mercado.

Por último, as empresas procuram adicionar ao Conselho, profissionais ligados a organizações que dominam recursos escassos, obtendo, assim, facilidade de acesso. Pfeffer e Salancik (1998) destacam que as empresas incluem em seu conselho, profissionais pertencentes a instituições financeiras para, assim, conseguir acesso facilitado a linhas de crédito diferenciadas.

Ong, Wan e Ong (2003) investigaram a relação entre o *board interlocking* e o desempenho, tamanho da empresa, as ligações financeiras e a dívida em Singapura. Os resultados indicam uma correlação positiva e significativa entre o tamanho do conselho, tamanho da empresa, retorno sobre o ativo, retorno sobre as vendas e lucro antes do imposto de renda e o *board interlocking*. Pombo e Gutiérrez (2011) realizaram um estudo com 335 empresas colombianas com o objetivo de verificar a relação do *board interlocking*, desempenho da empresa e a presença de conselheiros externos (*outsiders*). Os resultados apontam uma relação positiva entre a presença de conselheiros externos e o desempenho da organização com a presença de *board interlocking*. Santos e Silveira (2007), examinaram a relação entre a participação simultânea de conselheiros em diferentes companhias e o valor e desempenho das empresas brasileiras nos anos de 2003 a 2005. Os resultados sugeriram que o valor e desempenho das organizações é, em média, prejudicado por altos níveis de *interlocking*, principalmente em empresas onde metade ou mais conselheiros atuam em três ou mais Conselhos.

Utilizando metodologias distintas, alguns estudos (KIM, 2005; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008; MENDES-DA-SILVA, 2010) investigam a relação entre *board interlocking* e desempenho por meio da Análise de Redes Sociais. Kim (2005) investigou os efeitos das ligações entre Conselhos e o desempenho em empresas coreanas. Os resultados indicaram que a densidade na qual as redes corporativas são formadas influencia o desempenho das organizações. Isto sugere que empresas conectadas em nível moderado conseguem aumento de desempenho, enquanto ligações muito fortes destroem valor. O estudo também destaca que o nível de escolaridade dos conselheiros está associado positivamente à performance financeira das empresas.

Mendes da Silva *et al.* (2008) examinaram 90 empresas brasileiras pertencentes ao segmento do Novo Mercado da Bovespa, no ano de 2007, utilizando o grau de centralidade e coesão como elementos constitutivos das redes sociais, para identificar a intensidade das ligações entre as empresas. Os achados divergiram do estudo de Santos e Silveira (2007) e indicam uma relação positiva entre a presença do *board interlocking* e o desempenho da empresa, sugerindo que a centralidade, densidade e coesão das ligações entre os conselheiros têm maior potencial de prover rentabilidade da organização e menor endividamento.

Mendes da Silva (2010) ampliou a amostra de seu estudo realizado em 2008 e investigou 452 empresas no período de 1997-2007. Os resultados denotam algumas similaridades com o estudo anterior, demonstrando haver uma relação quadrática significativa entre os elementos constitutivos de rede e o Q de Tobin, sinalizando a existência de valores que maximizam o desempenho da empresa.

A metodologia de Análise de Redes Sociais também tem sido empregada em estudos que investigam a relação entre a transmissão de práticas corporativas e o *board interlocking* (KOSNIK, 1987; HAUNSCHILD, 1993; DAVIS, 1996). Kosnik (1987) investigou a relação entre o uso da recompensa privada de ações (*greenmail*) e o *board interlocking*. Os resultados indicam que as empresas estavam mais propensas a utilizar recompensas privadas se possuíam em seu conselho um profissional que atuava em outra empresa onde o *greenmail* era uma prática corrente. Haunschild (1993) estudou 327 empresas americanas no período de 1981 a 1990 com o objetivo de analisar a relação entre o processo de fusão e aquisição e o *board interlocking*. Os resultados apontam que a participação de empresas no movimento de fusões e aquisições estava diretamente associada à presença de ligações entre os Conselhos de tais empresas.

Davis (1996), examinou a influência da adoção de defesas contra a tomada de controle (*poisson pills*) e a presença simultânea de conselheiros atuando em diferentes organizações. Os resultados demonstram que as empresas americanas possuíam maior chance de adotar a prática se compartilhasse conselheiros com empresas que já a tivessem adotado.

Em geral, os estudos sobre *board interlocking* abordam temáticas diversas, mas em sua maioria estão propensos a investigar o impacto no desempenho econômico e financeiro das companhias. Destacam-se, os estudos que incluem fatores relacionados ao tamanho da organização, conexões com instituições financeiras (ONG; WAN; ONG, 2003), presença de conselheiros externos (POMBO; GUTIÉRREZ, 2001), endividamento (MENDES-DASILVA *et al.*, 2008), valor da organização (SANTOS; SILVEIRA, 2007; MENDES-DASILVA, 2010) buscando identificar outras variáveis que influenciam a presença de ligações entre organizações.

Observam-se, também, em menor proporção, estudos que investigam a relação da presença do *board interlocking* e a adoção de práticas corporativas. Esses estudos têm convergido para a existência de uma relação positiva entre os elementos constitutivos de rede e o uso da recompensa privada de ações (KOSNIK, 1987), o processo de fusão e aquisição de companhias (HAUNSCHILD, 1993) e a adoção de práticas de defesa contra tomada de controle (DAVIS, 1996), sinalizando que empresas estão mais inclinadas a adotar tais práticas quando compartilham conselheiros com empresas onde essa prática é corrente.

Para Schoorman, Bazerman e Atkin (1981), o crescente interesse em pesquisas utilizando Análise de Redes Sociais se dá por algumas características peculiares do *board interlocking*, tais como a presença de: redes diretas e indiretas, ligações fortes e fracas, centralidade da organização. As redes diretas e indiretas são uma das características mais aceitas na literatura. No entendimento de Knowles (1973), a rede direta refere-se à presença do conselheiro da empresa A no Conselho de Administração da organização B. A rede indireta, ocorre quando a empresa A e a empresa B não possuem ligação direta, mas ambas dispõem de um conselheiro presente no Conselho de Administração da empresa C. Portanto, as duas empresas têm uma ligação indireta entre si.

Em relação às ligações fortes e fracas, estudos têm demonstrado os esforços para caracterizar a frequência da comunicação entre as organizações. Granovetter (1973), tem se destacado nesse campo de pesquisa, investigando as ligações fortes e fracas entre as empresas. Partindo-se do pressuposto de que indivíduos mais próximos tendem a passar mais tempo junto e a se comunicar mais, as ligações fortes são caracterizadas pelo estreito vínculo

emocional e social entre os conselheiros de duas empresas. Quando esse vínculo não se torna tão evidente caracteriza-se a presença de laços fracos entre as corporações.

A centralidade da organização é outra importante característica do *board interlocking*. Um problema no estudo sobre as ligações entre as firmas diz respeito à identificação das conexões indiretas entre as empresas. A ligação direta é claramente observável pela presença do profissional no conselho de outra empresa, mas, as indiretas não podem ser claramente identificadas, pois necessita-se da verificação da presença de empresas intermediadoras na rede. Assim, a centralidade torna-se um importante indicador para detectar a presença de fortes ligações indiretas. Na Figura 3 são apresentadas as principais características do *board interlocking*.

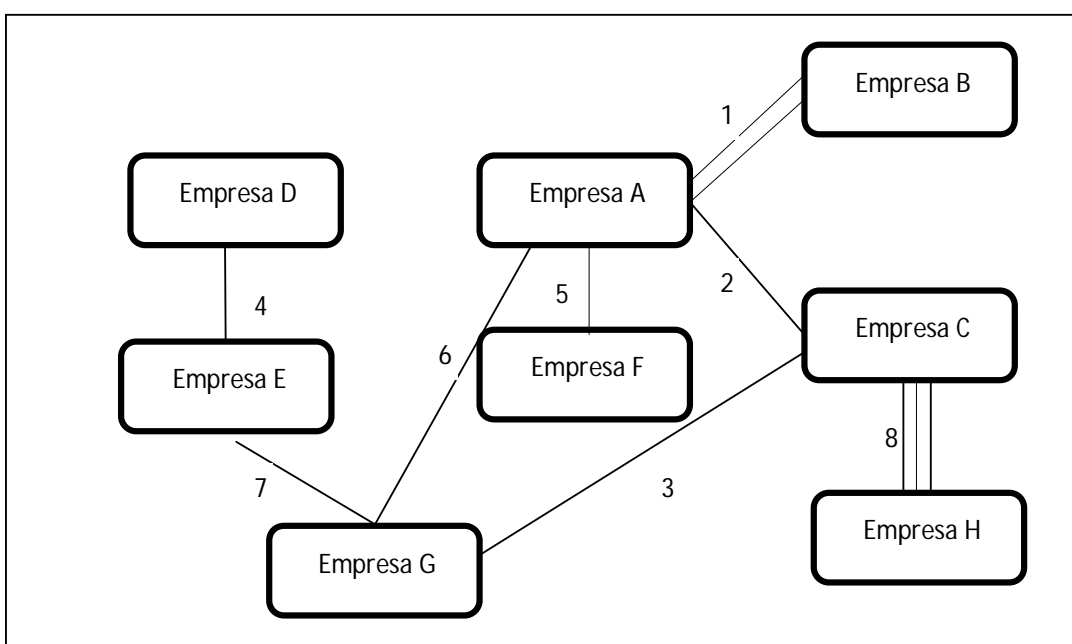


Figura 3: Características do *board interlocking*
Fonte: elaborado pelo autor.

De acordo com o diagrama acima, a Empresa A, apresenta ligações diretas com 4 (quatro) empresas (B, C, F e G) e indireta com as empresas D, E e H. Sendo essas últimas intermediadas pelas empresas G (D e E) e C (H). A centralidade das organizações, também pode ser visualizada na Figura 3. A Empresa A tem maior centralidade na rede, uma vez que estabelece ligações diretas com as Empresas B, C, F e G e indireta com a empresa H, E e D. Por outro lado, a empresa D possui menor nível de centralidade, constituindo ligação direta apenas com a empresa E.

As ligações fortes caracterizam-se pela presença de profissionais de uma empresa atuando diretamente no conselho de outra organização, quanto mais conselheiros são

compartilhados, mais forte é a ligação entre as corporações. Isso fica evidente, principalmente, nas ligações 1 e 8. No Brasil, em 2009, 8 (oito) Conselheiros atuavam simultaneamente nas empresas B2W S.A. e Lojas Americanas S.A. demonstrando uma forte conexão entre as duas companhias. As ligações fracas, por outro lado, ocorrem principalmente em decorrência de ligações indiretas realizadas entre as empresas, onde o vínculo não é tão evidente, as ligações das empresas A, G, E e D são um exemplo disso. À medida que as empresas vão estabelecendo ligações com outras entidades a ligação torna-se mais fraca, como observado na ligação entre as empresas A e D.

Normalmente quando conselheiros atuam em várias organizações eles observam as ações dos outros conselheiros para aprender sobre determinadas práticas. Mas, da mesma forma como essas ligações podem fornecer resultados positivos, o mesmo princípio poderiam tender ao lado sombrio. Práticas discricionárias são muitas vezes utilizadas entre os atores em uma rede social. Assim, quando se trata de padrões éticos, isso pode ser problemático se os conselheiros estão conectados a empresas que não estão atuando como deveriam (CONNELLY, SLYKE, 2012). A observação dessa relação entre o *board interlocking* e a adoção de práticas corporativas é facilitada pela Análise de Redes Sociais e variáveis constitutivas das redes.

2.3 ANÁLISE DE REDES SOCIAIS E VARIÁVEIS CONSTITUTIVAS DAS REDES

A importância da Análise de Redes Sociais (ARS) é devida a sua capacidade de captar e avaliar o nível de relacionamento entre os atores nas redes sociais (ROSSONI; GUARIDO FILHO, 2007). É uma importante técnica que tem sido amplamente utilizada na área de pesquisas organizacionais. Diferencia-se dos métodos tradicionais de análise quantitativa, por utilizar a intensidade e característica dos laços entre atores (indivíduos ou empresas) como métrica (WASSERMAN, FAUST, 1994).

Diversas modalidades podem ser empregadas para avaliar as características das redes sociais. Entre elas: i) centralidade; ii) coesão; iii) análise posicional; e iv) análise de *small worlds* (ROSSONI; GUARIDO FILHO, 2007). Tendo em vista os objetivos dessa pesquisa, foram utilizadas as métricas de centralidade e coesão.

Para Wasserman e Faust (1994), a centralidade pode ser entendida como uma característica dos atores, inseridos em uma determinada rede. Posto isso, três métricas são

mais utilizadas para a análise das redes, por centralidade: i) centralidade de grau (*degree*); ii) centralidade da intermediação (*betweenness*); e iii) centralidade da proximidade (*closeness*).

A métrica de centralidade da proximidade deve ser empregada apenas quando não há atores isolados, ou seja, quando a rede é totalmente conectada (WESLEY-DA-SILVA, 2008). Na pesquisa não foi utilizada essa métrica, em razão da existência de empresas isoladas. A centralidade de grau (*degree*) é uma métrica utilizada para expressar o número de laços adjacentes que um ator possui com outros participantes da mesma rede (WASSERMAN, FAUST, 1994), ou seja, possibilita a avaliação dos laços diretos dos atores (ROSSONI, GUARIDO FILHO, 2007).

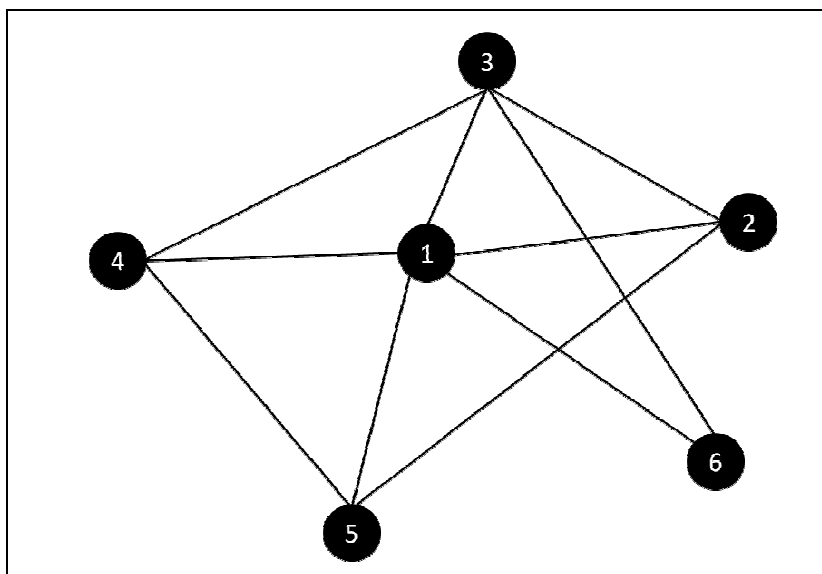


Figura 4: Exemplo de rede
Fonte: elaborado pelo autor.

Na Figura 4, é possível observar o comportamento dos atores em uma rede. Nota-se que o ator 1 é o mais central, uma vez que está conectado a todos os demais atores. Cada ator inserido em uma rede de n atores, pode possuir no máximo, $n - 1$ laços (MENDES-DA-SILVA, 2010). Para ilustrar, a Figura 4 demonstra que em uma rede composta por 6 (seis) atores, o ator nº 1, por exemplo, possui o número máximo ligações possíveis, 5 (cinco), uma vez que não é possível, ele estabelecer ligação consigo próprio.

Na pesquisa, como forma de minimizar os efeitos da necessidade de comparação dos indicadores de centralidade entre os períodos analisados, optou-se por padronizar a medida de centralidade de grau. Tal procedimento é convergente com a metodologia adotada por Hanneman e Riddle (2005) e Wesley-da-Silva *et al.* (2008). Assim, essa medida é expressa

como percentual do número de atores presentes na rede, menos um. Embora pareça uma medida muito simples, seu uso tem sido frequente em estudos como *proxy* do poder de centralidade de grau (HANNEMAN, RIDDLE, 2005).

$$C_d(v_i) = \frac{d(n_i)}{n-1} \quad (1)$$

Em que,

$C_d(v_i)$ = centralidade de grau de um vértice da rede (ator);
 $d(n_i)$ = número de arestas incidentes no vértice;
 n = número de atores da rede.

A métrica de centralidade da intermediação (*betweenness*) tem como propósito capturar as interações entre dois atores não adjacentes, ou seja, quando os conselheiros estabelecem ligações indiretas entre si por meio de um intermediador. De acordo com Freeman (1979) um intermediador é um ator que liga vários atores que não se conectam diretamente. Pitts (1979) afirma que se uma empresa j deseja conectar-se a uma empresa k , e essa ligação, não pode ser realizada diretamente, então a empresa i precisa ser utilizada como intermediadora. Da mesma maneira que i possui certa responsabilidade na rede de relacionamento para com j e k , a existência de mais de um caminho possível entre j e k , todos os caminhos que passam por i são equiprováveis. Posto de outra forma, observa-se na Figura 4, que os atores 2 e 4 não possuem uma ligação direta entre si. Porém, eles estabelecem uma forma de contato em decorrência da conexão com os atores 1, 3 e 5. Assim, esses atores são intermediadores da relação entre os atores 2 e 4. Nessa perspectiva a centralidade de intermediação é a soma do número de geodésicas (menor distância que une dois pontos) entre os pares de atores j e k , dividido pelo número de geodésicas entre j e k que passam pelo ponto i (MENDES-DASILVA, 2010). Isso é expresso na Equação 12.

$$C_b(v_i) = \sum_{j < k} \frac{g_{jk}(n_i)}{g_{jk}} \quad (2)$$

Em que,

$C_b(v_i)$ = Centralidade de intermediação do vértice;
 G_{jk} = número de geodésicas entre j e k ;
 $G_{jk}(n_i)$ = número de geodésicas entre j e k que passam pelo ponto i .

Outra forma utilizada para mensurar a relação entre os atores da rede é a coesão. No entendimento de Wasserman e Faust (1994), os grupos coesos são subconjunto de atores que apresentam laços fortes, intensos e frequentes. Entre as métricas destinadas a fornecer a coesão da rede, uma tem ganhado destaque na literatura financeira: *Structural holes*.

De acordo com Burt (1992), *Structural holes* ou lacunas estruturais representam os relacionamentos não redundantes entre os contatos. Em outras palavras, no cenário corporativo, as lacunas estruturais buscam averiguar a qualidade das ligações entre os conselheiros de uma mesma organização. Considerando que um conselheiro (*i*) apresenta *n* número de laços, o número de ligações redundantes poderia ser mensurado por:

$$D_{alters} = \frac{2l}{n} \quad (3)$$

Em que,

D_{alters} = número de laços redundantes;

i = ator (conselheiro);

n = número de laços.

Uma vez que D_{alters} indica o número de laços redundantes, considera-se como laços não redundantes (*EffSize*) como $n - D_{alters}$. A proporção de laços não redundantes (*Efficiency*) é calculada pela razão entre *EffSize* e o número de laços. Para Burt (1992), essa medida identifica a capacidade do conselheiro em receber informações, recursos e conhecimento por meio de seus contatos.

A ponderação dos elementos da rede é outra característica relevante na Análise de Redes Sociais. De acordo com Fennema e Schiif (1978), se as ligações entre Conselhos fossem tratadas com a mesma magnitude, a identificação dos grupos seria dificultada. Para Granovetter (1973) a constatação de laços fortes e fracos fica comprometida quando os membros da rede recebem a mesma força. Assim, Davis e Mizruchi (1999), destacam que o peso dos laços é proporcional ao número de conselheiros compartilhados entre as organizações. Quanto maior a quantidade de ligações entre duas empresas, mais forte será o laço estabelecido entre elas. Adotando essa premissa, a presente pesquisa ponderou o número de conexões entre as empresas.

Em síntese, elementos constitutivos das redes sociais corporativas medem o nível das ligações entre as organizações. Essa característica ajuda a identificar possíveis relações entre *board interlocking* com práticas corporativas.

2.4 SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS

De acordo com Martinez (2001), há três modalidades de Gerenciamento de Resultado. A modalidade *Big Bath Accounting* ou *Take a Bath* busca piorar os resultados atuais em prol de lucros futuros. O *Income Smoothing* (Suavização de Resultados) busca reduzir a variação

exagerada de resultados. Na modalidade *Target Earnings* (Lucro Alvo), os resultados são gerenciados para atingir uma determinada meta do período.

Entre as modalidades de gerenciamento de resultados, as pesquisas sobre *Income Smoothing* tem se destacado por duas razões. Primeiro, o alisamento (suavização) de resultado tem sido definido com mais precisão e em segundo lugar, a diferenciação entre empresas que suavizam resultados e que não suavizam tem sido operacionalizada com sucesso em numerosos estudos (BELKAOUI; PICUR, 1984, MICHELSON; JORDAN-WAGNER; WOOTTON, 1995; BAO; BAO, 2004).

O *Income Smoothing* tem a característica de reduzir a variabilidade dos lucros. Para Scott (2012), esse é a modalidade de gerenciamento mais interessante para os gestores que são avessos ao risco. Estudos mostram as práticas de suavização de resultados da empresa ajudam os gestores a diminuírem a variabilidade das compensações recebidas. Outro motivo para essa prática é evitar flutuações excessivas no resultado da empresa, mantendo-os em um determinado patamar, o que ajuda a melhorar a perspectiva da empresa frente aos investidores (MARTINEZ, 2001).

Beidleman (1973) define a Suavização de Resultados como uma forma intencional de amortecimento ou flutuação sobre algum tipo de rendimento que atualmente é considerado normal pela empresa. Neste sentido, a suavização de resultado representa uma tentativa por parte da administração da empresa para reduzir as variações anormais nos lucros, segundo o âmbito da contabilidade e os princípios do gestor. Fudenberg e Tirole (1995) definem a suavização de resultado como um processo de manipulação de rendimento ou ganhos dos relatórios para tornar o fluxo de renda menos variável, enquanto não aumentar a divulgação dos lucros em longo prazo. Para Michelson, Jordan-Wagner e Wootton (1988), a suavização de resultado é forma com que os gestores selecionam práticas contábeis para reduzir flutuações que se produzem no longo dos exercícios contábeis de acordo com Princípios Contábeis.

A manipulação dos resultados contábeis tem como objetivo estabilizar o fluxo de lucros futuros (STOLOWY, BRETON, 2000). Para que isso ocorra “é necessário que a empresa gere lucros suficientes para criação de provisões para regular o fluxo quando necessário” (CASTRO, MARTINEZ, 2009, p. 28). De acordo com Belkaiou (2003) a suposição de que as empresas podem suavizar seus resultados intencionalmente foi sugerido inicialmente por Hepworth (1953) e aprofundado por Gordon, Horwitz e Meyers (1966) e White (1970). Buckmaster (1992) examinou aproximadamente trinta e quatro trabalhos no

período de 1893 a 1953 que faziam alguma inferência a práticas utilizadas pelos gestores para suavizar os resultados. O artigo reporta as práticas associadas ao balanço patrimonial e a reservas secretas como resultantes da redução da volatilidade dos resultados na série de tempo.

Diversas são as motivações que levam as empresas a alisar seus resultados. Trueman e Tilman (1988) demonstram que a redução na variabilidade dos resultados é benéfica para a empresa reduzir o custo de capital de terceiros. Moyer e Shevlin (1995), evidenciam que a prática de redução da flutuação dos resultados reduz o risco não sistêmico da ação. Martinez (2001) descreve que a redução da variabilidade dos resultados oferece aos investidores uma visão mais estável da empresa. Isso indica que os investidores não são favoráveis a surpresas. Assim, organizações que possuem resultados muito oscilantes podem representar alto risco, tornando-se menos atraentes para investimentos de curto prazo.

Embora as definições sobre *Income Smoothing* pareçam, em princípio representar apenas que a suavização é usada para reduzir a variabilidade dos resultados, vários estudos vêm distinguindo entre os potenciais tipos de suavizações, entre os quais se destaca o trabalho de Norm Eckel, que, em 1981, publicou o estudo intitulado como “*The income smoothing hypotheses revisited*”, no periódico *Abacus*, fornecendo uma classificação dos diferentes tipos de Suavizações de Resultado (BELKAOUI, 2003).

Para Eckel (1981), existem dois tipos de suavização: a natural e a intencional. A suavização natural é representada como algo inerente ao negócio, trata-se do resultado das ações tomadas pela administração em detrimento do processo de geração de lucro (BELKAOUI, 2003). Por outro lado, a suavização intencional resulta da vontade do gestor de praticar certas ações com o propósito de obter um resultado alinhado ao seu interesse (CASTRO, MARTINEZ, 2008). Para Ronen, Tzur e Yaahi (2007), a suavização intencional pode ser subdividida em duas formas: a suavização real e a suavização artificial, conforme representado na Figura 5.

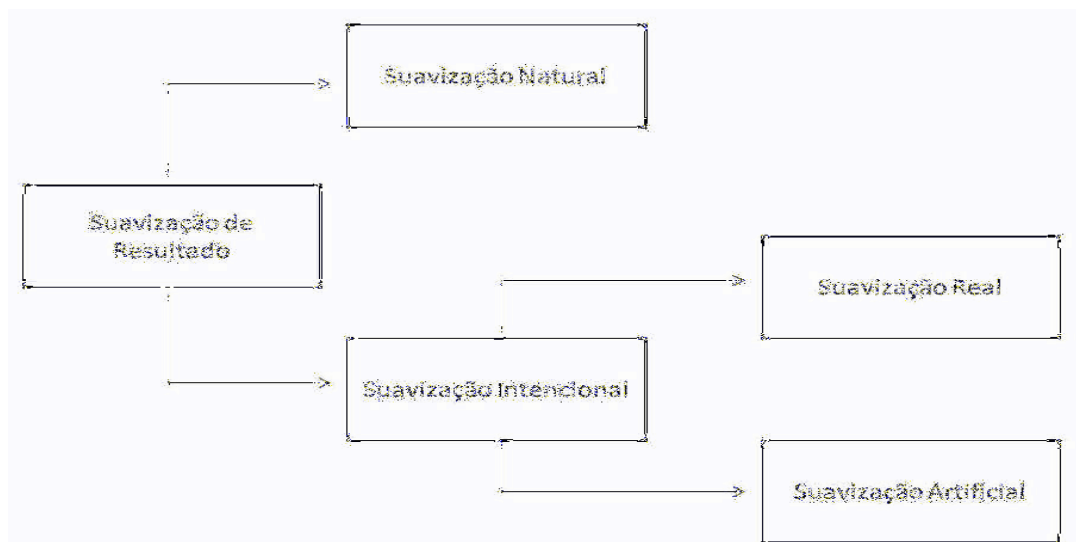


Figura 5: Modalidades de Suavização de Resultados
 Fonte: adaptado de Eckel (1981, p. 29).

A suavização real refere-se a escolhas econômicas que afetam o fluxo de caixa da empresa. Originam-se a partir de decisões econômicas tomadas pelos gestores, como redução de despesas com treinamento, aumento de despesas publicitárias, venda de ativos da organização (MARTINEZ, 2001). Tais práticas são basicamente uma escolha de conduta dos negócios que deliberadamente alteram os fluxos de caixa e suavizar as flutuações de resultado (BELKAIU, 2003).

A suavização artificial representa manipulações contábeis realizadas pelos gestores para alisar os resultados. A suavização na sua forma artificial ocorre pela adoção de práticas contábeis que transferem as despesas e as receitas de um exercício para outro. Tais práticas não se refletem diretamente nos fluxos atuais da empresa, mas impactam sobre seus fluxos futuros. O procedimento de antecipação ou postergação de contas de resultado consolida-se como um diferimento, alterando a sequência temporal das transações e por consequência os fluxos de caixa da empresa (CASTRO; MARTINEZ, 2008).

Martinez (2001) distingue a suavização artificial em dois grupos: i) as práticas vinculadas ao momento de reconhecimento de receitas e despesas, e ii) as práticas vinculadas às contas de resultados. As primeiras decorrem do reconhecimento das transações em período conveniente, como por exemplo, determinar o período de depreciação de um ativo. Já as práticas vinculadas às contas de resultado, por dependerem de determinada escolha na

classificação dos itens de resultados, podem promover ao gestor certa discricionariedade para reduzir a variabilidade de determinados indicadores, como o EBITDA.

Em síntese, Almeida *et al.* (2012) descrevem que a diferença entre a suavização real e a artificial reside no fato de a suavização real envolver eventos econômicos e impacta diretamente o fluxo de caixa da organização. Já a suavização artificial resulta da utilização de práticas contábeis na determinação dos *accruals*. Tais utilizações não geram impacto direto no fluxo de caixa, sendo perceptíveis apenas futuramente pela prática de antecipação ou postergação de receitas e despesas. Contudo, as duas modalidades de suavização de resultado são decorrentes da vontade dos gestores de suavizar os resultados.

2.5 MODELOS PARA IDENTIFICAR SUA VIZAÇÃO DE RESULTADOS

Existem métricas que são capazes de captar a prática da suavização de resultado. Dentre essas métricas, destacam-se o modelo desenvolvido por Eckel (1981) e a métrica proposta por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Tais modelos foram usados em vários estudos, dos quais cabe citar Michelson, Jordan-Wagner e Wootton (1995), Booth, Kallunki e Martikainen (1996), Bao e Bao (2004), Lopes e Tukamoto (2007), Castro e Martinez (2008, 2009), Almeida *et al.* (2012) e Tonin (2012).

A premissa subjacente ao modelo de Eckel (1981) assume que as receitas e os custos tende a crescer ou diminuir em uma mesma proporção com o passar do tempo. Entretanto, se isso não ocorre há fortes indícios de que os gestores estão suavizando os resultados (ALMEIDA *et al.*, 2012). Eckel (1981) fundamentou seu modelo em quatro premissas que buscam explicar a prática de suavização de resultados:

- i) O lucro pode ser expresso como uma função linear das vendas;
- ii) Os custos variáveis são estáveis ao longo do tempo;
- iii) Os custos fixos podem ser constantes ou aumentarem de um período para outro, mas não se reduzirem;
- iv) As vendas brutas não podem ser suavizadas artificialmente.

As quatro premissas são expressas da seguinte forma:

$$L = V - CV - CF \quad (4)$$

$$CF > 0; \text{ e } CF_{t+1} \geq CF_t \quad (5)$$

$$0 < CV < 1; \text{ e } CV_{i,t+1} = CV_{i,t}; \quad (6)$$

Em que,
 L = Lucro;
 V = Total de Vendas;
 CV = Custos Variáveis;
 CF = Custos Fixos.

Admitindo que o lucro da empresa seja diretamente influenciado pelas vendas (Equação 1), o custo fixo da empresa não diminua (Equação 2), os custos variáveis unitários se mantêm constantes de um período para outro (Equação 3) e as vendas brutas não sofrendo impacto da suavização artificial (LYRA; MOREIRA, 2011), pressupõem-se que o coeficiente de variação das receitas é inferior ao coeficiente de variação dos lucros. Entretanto, se tal situação não se concretiza, Eckel (1981) conclui que a empresa está suavizando seus resultados.

$$CV_{\Delta L} \leq CV_{\Delta V} \implies \text{Income Smoothing} \quad (7)$$

Em que,

$CV_{\Delta L}$ = Coeficiente de variação dos lucros em uma série temporal;
 $CV_{\Delta V}$ = Coeficiente de variação das vendas em uma série temporal.

Relevantes são os estudos (MICHELSON, JORDAN-WAGNER, WOOTTON, 1995; BOOTH, KALLUNKI, MARTIKAINEN, 1996; BAO, BAO, 2004) que calculam do Índice de Eckel (IE), por meio da razão entre os coeficientes de variação.

$$IE = \frac{CV_{\Delta LL}}{CV_{\Delta V}} \quad (8)$$

Em que,
 $CV_{\Delta LL}$ = Coeficiente de variação dos lucros líquidos;
 $CV_{\Delta V}$ = Coeficiente de variação das vendas.

Índices inferiores a 1 (um) denotam a presença da suavização de resultado pelas empresas, uma vez que o coeficiente de variação das vendas seria superior ao dos lucros (TONIN, 2012). Soutes e Lima (2012) descrevem que o modelo desenvolvido por Eckel (1981) evidencia a presença da suavização de resultados, sendo utilizado para mensurar a variabilidade de vendas e lucro. Em outras palavras, se a variabilidade das vendas é superior a variabilidade dos resultados então a empresa gerencia seus resultados.

Nesse estudo, adotou-se uma modificação no modelo original de Eckel (1981), diferentemente dos estudos anteriores (MICHELSON, JORDAN-WAGNER, WOOTTON, 1995; BOOTH, KALLUNKI, MARTIKAINEN, 1996; BAO, BAO, 2004), em que as empresas eram classificadas de forma qualitativa. Optou-se pela utilização do coeficiente de variação de Eckel (1981) como uma métrica convencional. Essa escolha deveu-se, principalmente, por considerar que a classificação tradicional poderia distorcer algumas

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

Leuz, Nanda e Wysocki (2003), estruturaram quatro métricas com o propósito de capturar as ações discricionárias dos gestores. Entretanto, para atender ao objetivo do estudo serão utilizadas apenas as métricas EM_1 , EM_3 . De acordo com Lopes e Tukamoto (2007), a primeira métrica tem como finalidade identificar as variações no desempenho da empresa decorrentes de decisões operacionais ou escolhas na divulgação de informações financeiras. Tais variações são calculadas pela razão entre o desvio padrão do Lucro Operacional (LO_p) pelo desvio padrão do Fluxo de Caixa Operacional (FCO). Ambos divididos pelos ativos totais do período anterior.

$$EM_1 = \frac{\sigma LO_p}{\sigma FCO} \quad (9)$$

Em que,

EM_1 = Métrica nº 1 de suavização de resultados;

σLO_p = desvio padrão do lucro operacional;

σFCO = desvio padrão do fluxo de caixa operacional.

Os resultados da razão entre as duas variáveis oferecem evidências da influência do poder discricionário dos gestores em manipular o lucro a fim de alterar os componentes dos relatórios financeiros (LUIZ, NASCIMENTO, PEREIRA, 2008). Ou seja, quanto menores os escores obtidos, maior a prática de suavização, pois o resultado revela o nível pelo qual os gestores reduziram a variabilidade dos lucros.

A terceira métrica (EM_3) visa detectar práticas discricionárias desempenhadas pelos gestores na divulgação dos lucros. Os escores são obtidos pela razão entre da taxa média dos *accruals* totais e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional.

$$EM_3 = \frac{|AT|}{|FCO|} \quad (10)$$

Em que,

EM_3 = Métrica nº 3 de suavização de resultados;

$|AT|$ = valor absoluto dos *accruals* totais em tempo t ;

$|FCO|$ = valor absoluto do fluxo de caixa operacional em tempo t .

Conforme Lopes e Tukamoto (2007), os escores obtidos pela terceira métrica (EM_3) são capazes de identificar as práticas discricionárias dos gestores com o propósito de divulgar incorretamente informações sobre o desempenho da organização. Em síntese, as métricas de suavização capturam o comportamento discricionário dos gestores e auxiliam na identificação das práticas de Gerenciamento de Resultados das empresas.

3 METODOLOGIA

O presente estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva. Estudos descritivos, conforme Cervo e Bervian (1983) têm como finalidade observar, registrar, analisar e correlacionar variáveis sem manipula-las. De acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2006), pesquisas com essa característica, procuram especificar propriedades e características essenciais de qualquer fenômeno em análise, medindo, avaliando e coletando dados sobre diversos aspectos do fenômeno a ser estudado. De forma ampla, descrever é coletar dados, ou seja, a propriedade descritiva dada às pesquisas ressalta estudos que priorizam a seleção de uma série de questões, onde as informações são coletadas e mensuradas para que no fim se possa descrever o que se pesquisa.

A justificativa para caracterizar a pesquisa como descritiva reside na necessidade da coleta de dados em uma amostra de empresas para investigar a relação entre a presença de *board interlocking* e o gerenciamento de resultado caracterizado pela prática do *income smoothing* nas organizações brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa, no período de 2008 a 2012. Trata-se de um estudo *ex post facto*, na qual o pesquisador não tem controle sobre as variáveis no sentido de manipulá-las (COOPER, SCHINDLER, 2003).

Os procedimentos de pesquisa são bibliográficos e documentais. Os dados serão coletados e tratados por meio de método quantitativo. A abordagem quantitativa é caracterizada pelo emprego da quantificação tanto na coleta de informações como no tratamento das mesmas por meio de técnicas estatísticas. Em outras palavras, o método quantitativo constitui em atribuir valores a opiniões, dados e empregar recursos ou técnicas estatísticas nas informações coletadas. De acordo com Oliveira (1999), essa abordagem é muito utilizada em pesquisas de caráter descritivo que buscam investigar a relação entre as variáveis.

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população da pesquisa engloba as companhias brasileiras de capital aberto, pertencentes ao Índice Bovespa (IBOV). O conjunto de firmas empregado na amostra

intencional está restrito às empresas brasileiras, não financeiras, componentes do Índice Ibovespa, que apresentam as informações necessárias para a estimação dos modelos de Eckel (1981) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003), no período de 2009 a 2012, totalizando 4 anos. O tratamento da amostra é ilustrado na Tabela 1.

Tabela 1: Descrição da amostra

Empresas iniciais	64
(-) Empresas financeiras	-6
(-) Empresas com informações incompletas	-5
(=) Amostra Final	53

Fonte: dados da pesquisa.

A amostra final compreende 53 empresas selecionadas conforme os critérios da Tabela 1. A exclusão das empresas financeiras deu-se em função das especificidades da contabilidade financeira de tais empresas. A amostra foi distribuída entre 14 setores de atividade, conforme a metodologia de classificação do banco de dados Economática, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2: Distribuição da amostra da Pesquisa

Setores	Amostra	%
1 Alimentos e Bebidas	4	7,55%
2 Comércio	6	11,32%
3 Construção	6	11,32%
4 Energia Elétrica	9	16,98%
5 Mineração	2	3,77%
6 Outros	7	13,21%
7 Papel e Celulose	3	5,66%
8 Petróleo e Gás	2	3,77%
9 Química	2	3,77%
10 Siderurgia & Metalurgia	4	7,55%
11 Software e Dados	1	1,89%
12 Telecomunicações	3	5,66%
13 Transporte Serviço	3	5,66%
14 Veículos e peças	1	1,89%
Total	53	100,00%

Fonte: dados da pesquisa.

A classificação por setor seguiu os critérios da Economática®. Este banco de dados classifica as empresas em 20 setores, dos quais, 14 estão identificados na amostra. Destaca-se o setor de energia elétrica como o mais representativo, aproximadamente 17% da amostra.

Os dados foram coletados de duas formas distintas. Para identificação dos dados referentes ao Conselho de Administração utilizaram-se as informações contidas nos Formulários de Referência, disponibilizados no *website* da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Tais informações possibilitaram a obtenção das variáveis e métricas empregadas na análise de redes sociais. Primeiramente, foram coletadas para cada um dos 4 anos, as informações referentes aos conselheiros. Posteriormente com o auxílio do *software* MS Excel, foram criadas matrizes quadráticas, auxiliando na identificação das conexões entre empresas. Após a criação das matrizes, utilizaram-se os *softwares* *Ucinet 6* e *Net Mincer 3.0* para a obtenção das métricas de redes sociais.

Para obtenção das variáveis necessárias para o cálculo das métricas de Suavização de Resultado e das variáveis de controle foi utilizado a base de dados Econômica. Após a obtenção das variáveis necessárias para os modelos estudados, adotaram-se duas modalidades de análise. A análise de regressão logística multinomial e a análise da regressão com dados em painel, com o auxílio dos *softwares* *IBM SPSS Statistics 19.0* e *Gretl 1.9.9*.

3.2 ESTRUTURA DE VALIDAÇÃO PREDITIVA

Na Figura 6, apresentam-se a estrutura de validação preditiva do estudo, abrangendo as definições conceituais e operacionais das variáveis analisadas, de acordo com o modelo de Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

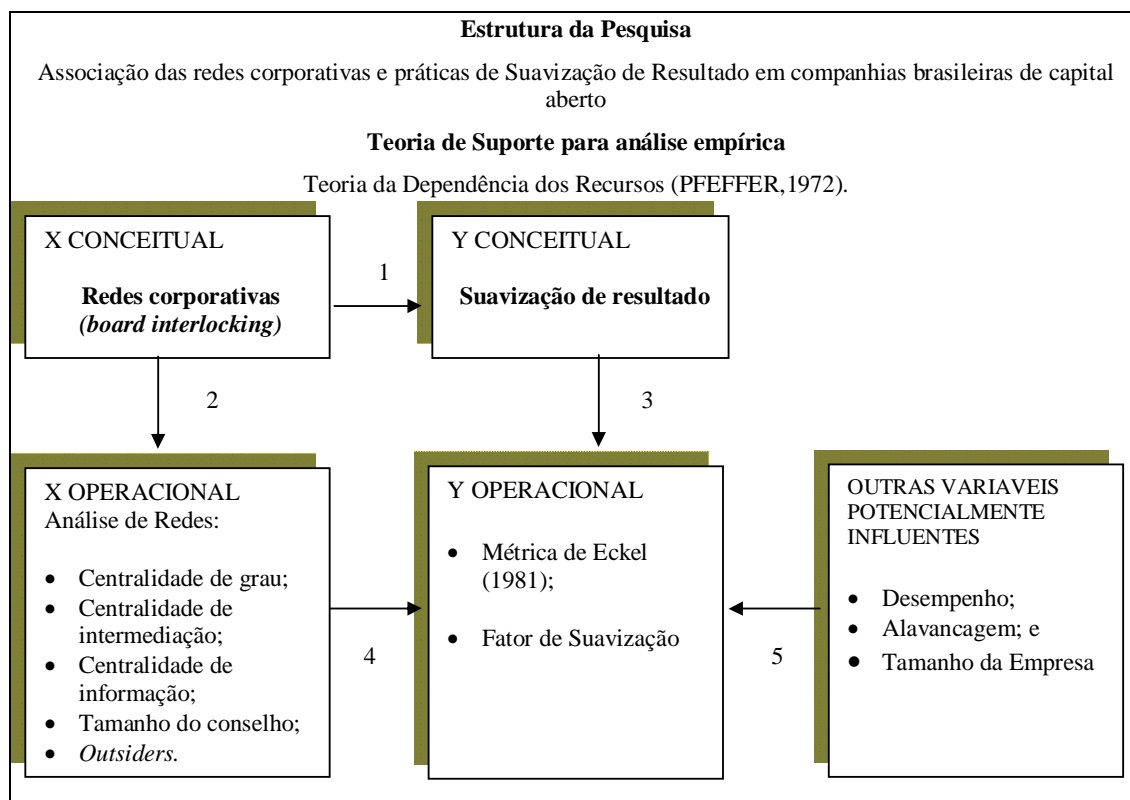


Figura 6: Estrutura de validade preditiva
Fonte: adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

Tendo em vista que nenhuma teoria pode ser diretamente testada, a relação é avaliada por meio da relação entre a Análise de Redes e a Suavização de Resultado (*link 4*). Tal relação é controlada por outras variáveis potencialmente influentes (*link 5*). Para que este teste seja legitimado, as ligações entre os conceitos e as definições operacionais (*links 2 e 3*) devem ser válidas. Isto é, os *links 2 e 3* do *libby boxes* conectam as definições operacionais das variáveis X e Y (PIPPIN, 2006).

Portanto, a partir da análise da Figura 6, verifica-se que tendo como teoria de suporte para a análise empírica a Teoria da Dependência dos Recursos (PFEFFER, 1972) o estudo propõe-se, por meio dos elementos constitutivos de rede, explicar a prática de Suavização de Resultados, mensurada por meio das variáveis: i) Índice de Eckel (1981); e ii) Fator de Suavização.

3.3 MODELO PARA ESTIMAR PRÁTICAS DE SUAUIZACÃO DE RESULTADOS

Os modelos utilizados na pesquisa descrevem a relação entre as *proxies* de suavização de resultado e a presença de *board interlocking* nas organizações da amostra buscando investigar a existência de uma relação linear entre as variáveis.

$$IE = \beta_1 + \text{degree}_{it}\beta_2 + \text{Betweness}_{it}\beta_3 + \text{Efficiency}_{it}\beta_4 + \text{TAM}_{\text{CON}it}\beta_5 + \text{OUTS}_{it}\beta_6 + \text{ROA}_{it}\beta_7 + \text{ALAV}_{it}\beta_8 + \text{TAM}_{it}\beta_9 + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

$$FS = \beta_1 + \text{degree}_{it}\beta_2 + \text{Betweness}_{it}\beta_3 + \text{Efficiency}_{it}\beta_4 + \text{TAM}_{\text{CON}it}\beta_5 + \text{OUTS}_{it}\beta_6 + \text{ROA}_{it}\beta_7 + \text{ALAV}_{it}\beta_8 + \text{TAM}_{it}\beta_9 + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

Em que,

IE = Índice de Suavização de Eckel (1981);
FS = Fator de Suavização;
Degree = Centralização de Grau;
Betweness = Centralização de Intermediação;
Efficiency = Lacunas Estruturais (Structural holes);
TAM_{CON} = Tamanho do Conselho de Administração;
OUTS = Outsides;
ROA = Retorno sobre o Ativo;
ALAV = Alavancagem;
TAM = Tamanho da Empresa;
 ε = erro residual.

As variáveis independentes foram organizadas em 3 grupos: i) métricas de centralidade da firma; ii) métricas de configuração de rede; e iii) variáveis de estrutura do Conselho de Administração.

As métricas de centralidade da firma utilizadas foram: centralidade de grau (*degree*) e centralidade da intermediação (*betweeness*). A centralidade de grau é uma métrica utilizada para expressar o número de laços adjacentes que um ator possui com outros participantes da mesma rede (WASSERMAN, FAUST, 1994). Já, a métrica de centralidade da intermediação, foi utilizada com o propósito de capturar as interações entre dois atores não adjacentes, ou seja, quando os conselheiros estabelecem ligações indiretas entre si por meio de um intermediador.

Como métrica de configuração de rede empregou-se a *Structural holes*, ou lacunas estruturais. A *Structural holes* é uma métrica que representa a qualidade das ligações entre os conselheiros de uma mesma organização. Para as variáveis de estrutura do Conselho de Administração adotou-se: o tamanho do conselho e a presença de *outsiders*. O tamanho do conselho é uma importante variável para delinear a estrutura de governança corporativa.

Empregou-se o número de profissionais que atuam no Conselho de Administração para definir o tamanho do conselho, a exemplo de estudos de Forbes e Milliken (1999) Silveira, Barros e Famá (2003), e Mendes-Da-Silva (2010), e *Outsides*: um dos elementos essenciais para as boas práticas de governança corporativa é a expectativa do profissional pertencer unicamente ao conselho (FORBES, MILLIKEN, 1999; SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2003). Assim, essa variável é definida pelo percentual do número de conselheiros que não acumulam funções de executivo pelo total dos conselheiros da empresa.

Para explicar a suavização de resultado foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: Desempenho, Alavancagem, Tamanho da Empresa. O Desempenho da Empresa é uma variável de controle amplamente utilizada nos modelos econométricos sobre gerenciamento de resultados. Michelson, Jordan-Wagner e Wooton (1995) demonstram que as empresas que suavizam seus resultados tendem a possuir melhores desempenhos. Dessa forma, para a presente pesquisa será adotado o Retorno sobre Ativo (ROA) como uma métrica de desempenho, expressa por:

$$ROA = \frac{LL}{AT} \quad (17)$$

Em que,

ROA = Retorno sobre Ativo;

LL = Lucro líquido;

AT = Valor contábil médio dos ativos totais da empresa.

Quanto a Alavancagem (ALAV), Iudícibus e Lopes (2004) mencionam que as empresas que possuem alto nível de exigíveis são mais propensas a gerenciar seus resultados com a finalidade de aumentar seus lucros. Estudos de Castro e Martinez (2009), confirmam essa premissa, demonstrando haver uma relação positiva entre a alavancagem e a suavização de resultado. Neste trabalho a alavancagem será obtida por:

$$ALAV = \frac{ET}{AT} \quad (18)$$

Em que,

ALAV = Alavancagem;

ET = Exigível Total; e

AT_m = Ativo Total médio

Como *proxy* para Tamanho da Empresa (TAM) foi considerado o total do ativo da organização no final de cada ano. A premissa subjacente para a adoção do tamanho da empresa como uma variável de controle reside na ideia de que empresas de maior porte tendem a gerenciar menos os seus resultados (GU, LEE, ROSSET, 2005).

Para testar as hipóteses formuladas adotaram-se dois modelos de detecção de suavização de resultados como variáveis dependentes: i) índice de suavização de Eckel (1981) e ii) Fator de Suavização, constituído a partir do agrupamento de duas métricas (EM_1 e EM_3) desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

O Índice de suavização de Eckel é obtido pela razão entre o coeficiente de variação do lucro líquido pelo coeficiente de variação das vendas da empresa

$$IE = \frac{CV\Delta_{\text{Lucro Líquido}}}{CV\Delta_{\text{Vendas}}} \quad (19)$$

Em que,

$CV\Delta_{\text{LL}}$ = Coeficiente de variação dos lucros líquidos;
 $CV\Delta_{\text{V}}$ = Coeficiente de variação das vendas.

O Fator de Suavização foi obtido por meio da técnica de Análise Fatorial, que agrupa as métricas EM_1 e EM_3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) constituindo um único fator. A primeira métrica (EM_1) desenvolvida por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) calculada pela divisão do desvio padrão do Lucro Operacional (LOp) pelo desvio padrão do Fluxo de Caixa Operacional (FCO), ambos divididos pelos totais de ativos.

$$EM_1 = \frac{\sigma_{\text{LOp}}}{\sigma_{\text{FCO}}} \quad (20)$$

Em que,

EM_1 = Métrica nº 1 de suavização de resultados;
 σ_{LOp} = desvio padrão do lucro operacional;
 σ_{FCO} = desvio padrão do fluxo de caixa operacional.

Destaca-se que para o cálculo dessa métrica adotou-se o *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) como sinónimo de Lucro operacional, seguindo a mesma metodologia proposta por Lopes e Tukamoto (2007).

A terceira métrica (EM_3) de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) visa detectar práticas discricionárias desempenhadas pelos gestores na divulgação dos lucros. Os escores são obtidos pela razão entre a taxa média dos *accruals* totais e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional.

$$EM_3 = \frac{|AT|}{|FCO|} \quad (22)$$

Em que,

EM_3 = Métrica nº 3 de suavização de resultados;
 AT = valor absoluto dos *accruals* totais em tempo t ;
 FCO = valor absoluto do fluxo de caixa operacional em tempo t .

No Quadro 1 estão descritas as variáveis de pesquisa e suas definições operacionais.

Quadro 1: Resumo das variáveis da pesquisa

Nome da Variável	Sigla	Classificação	Definição Operacional	Forma de Mensuração	Relação Esperada
Índice de Suavização de Eckel (1981)	IE	Dependente	Representa uma <i>proxy</i> para a suavização de resultado	$IE = \frac{CVA\text{Lucro Líquido}}{CVA\text{Vendas}}$	
Fator de Suavização	FS	Dependente		Obtido pelo agrupamento das métricas EM ₁ e EM ₃ de Suavização de Leuz, Nanda e Wysocki (2003)	
Centralidade de Grau	<i>Degree</i>	Independente	Métrica utilizada para expressar o número de laços adjacentes que um ator possui com outros participantes da mesma rede	$C_d(n_i) = d(n_i) = x_{it} = \sum_i x_{ij} = \sum_i x_{ji}$	Positiva
Centralidade de Intermediação	<i>Betweenness</i>	Independente	Capturar as interações entre dois atores não adjacentes.	$C_b(n_i) = \sum_{j < k} \frac{g_{ijk}(n_i)}{g_{jk}}$	Positiva
<i>Structural holes</i>	<i>Efficiency</i>	Independente	Buscam averiguar a qualidade das ligações entre os conselheiros de uma mesma organização	$Efficiency = EffSize/\text{número de laços.}$	Positiva
Tamanho do Conselho	TAM_CON	Independente	Variável importante para delinear a estrutura de governança corporativa	Quantidade de profissionais integrantes no Conselho de Administração de uma empresa	Positiva
<i>Outsides</i>	OUTS	Independente	Elemento essencial para as boas práticas de governança corporativa	Percentual do número de conselheiros que não acumulam funções de executivo pelo total dos conselheiros da empresa	Positiva
Desempenho	ROA	Controle	Verifica o desempenho da empresa	$ROA = \frac{LL}{AT}$	Positiva
Alavancagem	ALAV	Controle	Verifica o nível de endividamento da empresa	$ALAV = \frac{\text{Exigível total}}{\text{Ativo Total}}$	Positiva
Tamanho da Empresa	TAM	Controle	Trata-se de uma <i>proxy</i> do porte da empresa	Valores totais de ativos da empresa no final do ano	Negativa

Fonte: elaborado pelo autor.

3.4 HIPÓTESES DA PESQUISA

Com o intuito de atender aos objetivos da pesquisa, apresenta-se, na sequência, a construção teórica e a fundamentação das hipóteses que estabelecem a relação entre a influência do *board interlocking* sobre as variáveis dependentes.

H₁ – Existe relação significativa entre a Centralidade de Grau do conselho e a prática de suavização de resultado contábil.

Na ótica da Teoria da Dependência de Recursos, o Conselho de Administração tem o papel de conectar a empresa aos ambientes externos reduzindo assim o nível de incerteza da organização. Para tomar decisões complexas em ambientes de incerteza, os conselheiros necessitam, muitas vezes, buscar informações sobre ações de outras companhias para fundamentar suas decisões (CONNELLY *et al.*, 2011). A obtenção de informações é facilitada quando as empresas possuem profissionais em comum (BORGATTI, FOSTER, 2003).

O *board interlocking* surge como elemento essencial para que conselheiros possam observar o comportamento de outras empresas e reduzir as incertezas associadas às escolhas estratégicas (BORGATTI; FOSTER, 2003). Essa redução de incerteza ocorre principalmente, por que a ligação entre Conselhos proporciona aos profissionais identificar práticas emergentes, descobrindo novas possibilidades e aprendendo novas formas de lidar com problemas (MIZRUCHI, 1996). Essa redução é ainda maior quando os conselheiros atuam em varias empresas. Portanto, entende-se que o número de ligações entre empresas pode influenciar no fluxo de informação e conseqüentemente na adoção de novas práticas. Para Hanneman e Riddle (2005) uma medida muito simples, mas frequentemente empregada para identificar o número de ligações diretas entre os atores de uma rede é a Centralidade de Grau.

H₂ – Existe relação significativa entre a centralidade de intermediação (betweenness) do conselho e a prática de suavização de resultado.

Além da Centralidade de Grau, outra medida normalmente utilizada no estudo de Análise de Redes Sociais é a Centralidade de Intermediação. De acordo com Freeman (1979) um conselheiro intermediário se liga a vários outros profissionais que não conseguem se conectar diretamente. Assim, da mesma forma que a informação flui a partir das ligações diretas entre as companhias ela também pode derivar de ligações indiretas.

Para Beckman *et al.* (2004) os laços indiretos entre corporações fornecem subsídios para verificação da eficácia de práticas estratégicas de outras empresas. Esse tipo de

informação proporciona melhor controle, redução da dependência de recursos e vantagem competitiva; iii) a partir do *board interlocking*, as organizações são capazes de minimizar as incertezas aliadas a escolhas estratégicas. Esses motivos convergem para que práticas adotadas em determinada empresa sejam facilmente difundidas pelas empresas interligadas (CONNELY, *et al.*, 2011).

H₃ – Existe relação significativa entre a qualidade dos laços entre conselheiros (Structural holes) e a prática de suavização de resultado.

A transferência de informações entre empresas também podem ser influenciadas pela existência de *Structural holes* (lacunas estruturais). Empresas podem apresentar inúmeros laços com outras companhias, todavia, se esses laços forem redundantes, o fluxo de informações será comprometido (BURT, 1992).

Granovetter (1973) explica que os indivíduos tendem a viver em *clusters* com outras pessoas, com as quais mantêm uma relação forte. Essas relações fortes fariam com que as informações fluíssem rapidamente no âmbito destes *clusters*. Porém, como todos os indivíduos possuem as mesmas ligações, todos compartilhariam das mesmas informações. Fato esse, que caracteriza a redundância dos laços.

Para alcançar vantagem informacional, as organizações estabelecem ligações com empresas de diferentes *clusters*. Essas ligações podem assegurar à empresa maior quantidade de laços não redundantes. Ligações não redundantes, ricas em *Structural Holes*, proporcionam acesso a uma população mais diversificada de empresas com uma ampla gama de informações (CONNELY; SLYKE, 2012). Assim, conselheiros mais bem posicionados na rede tendem a possuir maior capacidade de receber informações, por meio do acesso privilegiado a diferentes grupos não conectados entre si (BURT, 1992; ROSSONI, MACHADO-DASILVA, 2013) e, conseqüentemente, maiores chances de ter suas práticas dispersadas mais rapidamente.

H₄ – Existe relação significativa entre o tamanho do conselho e a prática de suavização de resultado.

Para Dooley (1969), existe uma relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração, o tamanho da empresa e o *board interlocking*. Essa premissa é condizente com a visão da Teoria da Dependência dos Recursos, onde entende-se que quanto maior é a empresa, mais recursos são necessários para mantê-la, e conseqüentemente, maior é o número de membros integrantes do Conselho de Administração.

Santos e Silveira (2007) constataram uma relação positiva entre o número de conselheiros e a presença do *board interlocking*. Assim, empreende-se que o número de profissionais no Conselho influencia o fluxo de informações recebidas pela empresa. Portanto, pode-se admitir que há indícios que o número de conselheiros está associado a adoção de práticas corporativas.

H₅ – Existe relação significativa entre a presença de outsiders no conselho e a prática de suavização de resultado.

Outra característica importante do Conselho de Administração é o nível de independência dos profissionais. Para Goh, Ng e Young (2012) a presença de conselheiros independentes (*Outsiders*) no Conselho de Administração melhora a qualidade dos lucros e reduz a assimetria de informação. Todavia, de acordo com a ótica da Teoria da Dependência dos Recursos, entende-se que a presença de *Outsiders* aumenta a possibilidade de incidência de *board interlocking*, influenciando positivamente no nível informacional entre empresas.

3.5 TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS

Para o tratamento dos dados, empregaram-se dois tipos de análise: i) a Análise Fatorial, e ii) a análise de Regressão de Dados em Painel.

A Análise Fatorial foi empregada para elaboração de uma nova variável, Fator de Suavização, instituída a partir do agrupamento das variáveis EM1 e EM3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Segundo Corrar, Paulo e Dias Filho (2007) a Análise Fatorial é uma importante técnica estatística que tem como finalidade avaliar um conjunto de variáveis com o intuito de desvendar estruturas existentes não observáveis diretamente.

A Regressão foi utilizada para testar os efeitos do *board interlocking* nas práticas de suavização de resultado. A Regressão de Dados em Painel, de acordo com Adkins (2010), compreende uma combinação de um grupo de unidades de corte transversal que são observadas ao longo do tempo.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esse capítulo destina-se a apresentar e discutir os resultados. Inicialmente são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis estudadas, em seguida, são apresentadas as correlações entre as variáveis. Posteriormente, são analisadas as estruturas das redes de empresas ao longo do período, destacando as empresas que suavizam o resultado por meio da métrica de Eckel (1981). Após, são apresentados os resultados da regressão logística entre as variáveis da pesquisa e o modelo de Eckel (1981). Por fim, busca-se verificar a influência das variáveis de redes sociais e de controle na prática de suavização de resultado, adotando o Fator de Suavização, criado por meio das métricas de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) – EM1 e EM3 – e empregando a técnica de Regressão de Dados em Painel.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS ESTUDADAS

A *priori*, na Tabela 3, são apresentadas as empresas que compõem a amostra da pesquisa e seus respectivos setores.

Tabela 3: Empresas analisadas

Companhia	Setor	Companhia	Setor
All Amer. Lat	Transporte e Serviço	Klabin	Papel e Celulose
Ambev	Alimentos e Bebidas	Lojas Americanas	Comercio
Brookfield	Construção	Light	Energia Elétrica
BRF Foods	Alimentos e Bebidas	LLX LOG	Outros
Braskem	Química	Lojas Renner	Comercio
BR Malls	Outros	MMX	Mineração
B2W	Comercio	Marfrig	Alimentos e Bebidas
CCR	Transporte e Serviço	Natura	Comercio
Cesp	Energia Elétrica	OGX	Petróleo e Gás
Cielo	Software e Dados	OI	Telecomunicações
Cemig	Energia Elétrica	Petrobras	Petróleo e Gás
CPFL	Energia Elétrica	Pdg Realty	Construção
Copel	Energia Elétrica	Pao de Acucar	Comercio
Cosan	Alimentos e Bebidas	Localiza	Outros
Cyrela	Construção	Rossi Residencial	Construção
Sid Nacional	Siderurgia e Metalurgia	Souza Cruz	Outros
Duralex	Outros	Susano Papel	Papel e Celulose
Embraer	Veículos e Peças	Sabesp	Outros
Eletrobras	Energia Elétrica	Tim	Telecomunicações
Bradespar	Outros	Telefonica Brasil	Telecomunicações
Eletropaulo	Energia Elétrica	Trans Paulista	Energia Elétrica
Energia	Energia Elétrica	Ultrapar	Química
Fibra	Papel e Celulose	Uniminas	Siderurgia e Metalurgia
Gafisa	Construção	Gerdau Met	Siderurgia e Metalurgia
Gerdau	Siderurgia e Metalurgia	V-Agro	Outros
Gol	Transporte e Serviço	Vale	Mineração
Cia Hering	Têxtil		

Fonte: dados da pesquisa.

Verifica-se, na Tabela 3, que o setor de Energia Elétrica é o mais representativo, seguido pelos setores de Comércio e Construção Civil.

A análise dos resultados baseia-se na estatística descritiva que apresenta o comportamento das variáveis ao longo do período na Tabela 3. A variável, Degree normalizado, representa a razão entre número de ligações diretas pelo total de ligações estabelecidas pelas organizações. A variável *Betweenness* normalizado demonstra a presença ligações indiretas pelo total de conexões criadas. *Structural holes* evidencia a qualidade dos laços. O Tamanho do Conselho e *Outsiders* representam as variáveis de estrutura de conselho, a primeira representa o numero de conselheiros que organização possui, a segunda identifica o percentual de conselheiros independentes da empresa. ROA representa o retorno que a corporação apresenta em relação ao total de aplicações, a Alavancagem mensura o nível de endividamento da organização. As variáveis, IE e FS, são métricas utilizadas para identificar a prática de suavização de resultado das empresas.

Tabela 4: Análise descritiva das variáveis

Variáveis	Observações	Média	DP	Mínimo	Máximo	VIF
Centralidade da firma						
<i>Degree</i> normalizado	212	0,438	0,545	0,000	2,830	1,203
<i>Betweenness</i> normalizado	212	1,626	3,504	0,000	21,648	1,298
Configuração da Rede						
<i>Structural holes</i>	212	0,636	0,387	0,000	1,000	1,208
Estrutura do Conselho						
Tamanho do Conselho	212	9,198	2,357	5,000	16,000	1,523
<i>Outsides</i>	212	0,920	0,095	0,670	1,000	1,148
Variáveis de Controle						
ROA	212	7,211	11,427	-54,900	61,600	1,247
Tamanho da Firma*	212	24,788	66,080	4,141	564,950	1,659
Alavancagem	212	0,425	0,244	0,000	1,495	1,47
Variáveis Dependentes						
Índice de Eckel	212	9,4253	82,186	-922,57	345,55	1,018
EM1	212	0,005	392,436	10,011	116,928	1,795
EM3	212	0,011	1821,296	12,450	172,424	1,909

*Em milhões de reais (R\$).

Fonte: elaborado pelo autor.

As variáveis de centralidade da firma demonstram que as empresas analisadas apresentam, em média, um baixo nível de ligações diretas (0,438) e indiretas (1,626). Tais valores indicam a existência de empresas sem conexões. Quanto às configurações de rede, os indicadores constataam uma proporção de 64% de laços não redundantes. As empresas analisadas mostram que, em média, um Conselho de Administração é composto por 9 profissionais, mas algumas empresas chegam a apresentar até 16 conselheiros. Esta média é bem superior ao mínimo estabelecido pelo art. 140 da Lei 6.404/76, de 3 (três) conselheiros. Observou-se também, a presença de membros externos em 92% dos Conselhos das empresas estudadas, denotando que poucos profissionais desempenham simultaneamente o papel de executivos e conselheiros nas mesmas companhias.

As variáveis de controle mostram que as empresas apresentam, em média, rentabilidade de 7,21% sobre ativo total. As empresas possuem estrutura de capital composta predominantemente com capital próprio; o capital de terceiros representa, em média, 42,5% das origens de recursos. Constatou-se ainda, que as empresas possuem, em média, um ativo total de 25 milhões; em algumas empresas o ativo total supera muito a média, a exemplo da Petrobrás que em 2012 apresentou o montante de 564 milhões.

Em relação ao VIF (*Variance Inflation Factor*), observa-se que todas as variáveis apresentaram escores entre 1 e 10. Fornecendo indícios da inexistência de problema de colinearidade. Para comprovar essa conclusão, foi utilizada a técnica de correlação de Pearson e Spearman, com nível de significância a 5%, Tabela 4.

Tabela 4: Matriz de Correlação entre as variáveis analisadas

	Correlação de Pearson										Correlação de Spearman
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Degree	1	0,062	-0,181***	0,078	0,103	-0,048***	-0,065***	-0,166***	0,032	0,009	-0,048***
2. Betweeness	0,096	1	0,023	0,232***	0,322***	-0,132***	-0,042	0,249***	0,001	-0,071	-0,033
3. Efficiency	-0,184***	0,179***	1	0,045	-0,019	0,065	0,086	0,132***	-0,058	0,006	0,071
4. TAM_Conselho	0,065	0,177***	0,151**	1	0,234***	-0,030	-0,111	0,312***	0,100	-0,035	0,000
5. Outsides	0,103	0,298***	0,074	0,150***	1	-0,037	0,006	-0,058	0,044	0,009	-0,067
6. ROA	-0,026***	-0,147***	0,020	-0,006	-0,028	1	-0,198***	-0,309***	0,343***	0,010	0,040
7. Alavancagem	-0,051***	0,041	0,098	-0,081	-0,006	-0,140***	1	0,040	-0,075	-0,349***	-0,389***
8. TAM_Empresa	-0,179***	0,263***	0,220***	0,305***	-0,022	-0,286***	0,096	1	-0,062	-0,002	-0,038
9. IE	0,066	0,027	-0,069	0,056	0,038	0,018	-0,042	0,016	1	-0,153***	-0,172***
10. EM1	0,039	0,032	-0,035	-0,035	-0,004	0,024	-0,327***	-0,004	-0,003	1	0,571**
11. EM3	-0,050***	0,025	0,055	0,004	-0,059	0,091	-0,420***	-0,059	0,015	0,661***	1

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se baixa correlação entre as variáveis explicativas, indicando ausência de multicolinearidade. Há correlação significativa e negativa entre a centralidade de grau (*degree*) e o indicador de Retorno sobre o Ativo (ROA) e Alavancagem, indicando que a presença de ligações diretas entre empresas tende a reduzir o endividamento e o desempenho da organização. Por outro lado, o *degree* apresenta uma relação positiva e significativa ($p < 0,01$) com a M_3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), sugerindo que a presença de laços corporativos aumenta o poder discricionário dos executivos na divulgação de lucros. Isto confirma parcialmente a H_1 do estudo, de modo que as outras variáveis de suavização não demonstraram relação significativa.

Verificou-se também, relação positiva e significativa entre a centralidade de intermediação (*betweenness*) e o tamanho da firma. Isso significa que as maiores empresas tendem a servir de elo entre as demais empresas. Por exemplo, em 2012, a companhia Ambev, intermediava a ligação entre as empresas Cyrela e Lojas Americanas, fato, também, observado em empresas como Suzano Papel e Celulose, Lojas Renner, BR Foods, entre outras.

Em relação às métricas de configuração de redes, notou-se uma relação positiva e significativa entre os relacionamentos não redundantes (*structural holes*) e o tamanho da firma, o que indica que empresas maiores tendem a selecionar com mais cautela os profissionais que integram seus Conselhos. Observou-se que os indicadores de suavização de resultado - EM1 e EM3 - apresentam uma relação negativa e significativa com a variável Alavancagem, indicando que os gestores tendem a usar seu poder discricionário para reduzir o nível de endividamento da empresa. Destaca-se, ainda, que para minimizar problemas de violação de pressupostos estatísticos empregou-se o Logaritmo Natural. (ln) nas variáveis de pesquisa.

4.2 ANÁLISE ESTRUTURAL DAS REDES

Na Figura 7 apresentam-se as configurações de redes corporativas entre as empresas brasileiras pertencentes ao Índice Ibovespa no período de 2009.

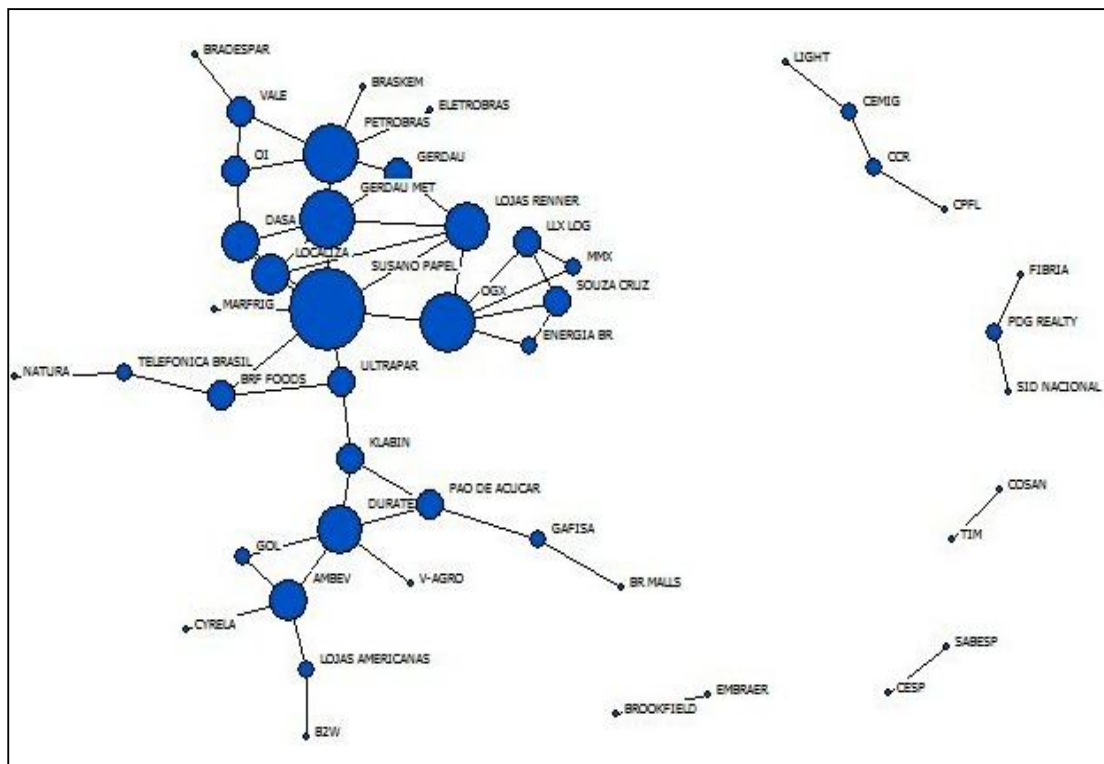


Figura 9: Configuração das ligações entre empresas do Ibovespa em 2011
 Fonte: elaborado pelo autor.

Da mesma forma, a estrutura das redes apresentou alterações em comparação a 2010. Empresas como Tim, Cosan, Cesp e Sabesp que formavam uma rede de contatos, separaram-se constituindo duas pequenas redes, a primeira formada pelas empresas Tim e Cosan e a segunda pelas companhias Cesp e Sabesp. Essa segmentação pode estar associada à saída do ex-presidente do BNDES, Andrea Sandro Calabi, do Conselho de Administração da Tim, para assumir o cargo de Secretário da Fazenda do Estado de São Paulo. Seu egresso da companhia rompeu os laços que a empresa possuía com a Cesp e Sabesp.

Com a saída do diretor de Mercados de Capitais do BNDES, Eduardo Rath Fingerl, do Conselho da Brasken, a Fibria desmembrou-se da rede principal e deu origem a uma nova rede com PDG Realty e Sid. Nacional. Por outro lado, empresas como a B2W, Lojas Americanas e Ambev passaram a constituir a rede principal por meio do compartilhamento de conselheiros com a Duratex e Gol. As empresas B2W, Lojas Americanas e Ambev fazem parte do grupo econômico da família Lemann. A conexão do grupo com as empresas Duratex e Gol deu-se pelo compartilhamento do ex-presidente mundial do Citibank Private Bank, Álvaro Antônio Cardoso de Souza. Para os analistas de mercado, a inclusão de Álvaro de

Souza no Conselho de Administração agrega experiência e credibilidade para as organizações. Na Figura 10 apresentam-se as estruturas de ligações observadas em 2012.

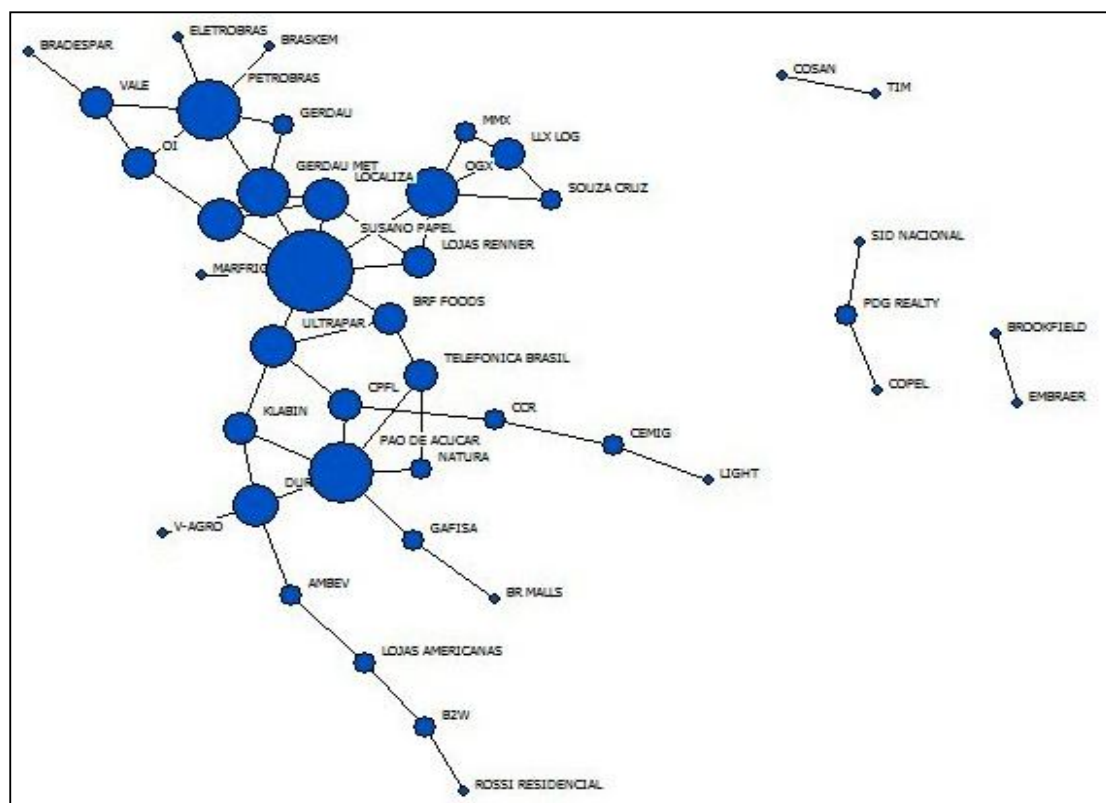


Figura 10: Configuração das ligações entre empresas do Ibovespa em 2012
Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que a rede principal absorveu algumas redes que se encontravam isoladas. Empresas como Light, Cemig, CCR e CPFL, que formaram uma pequena rede em 2011 passaram a integrar a rede principal, dividindo conselheiros com as empresas Ultrapar e Pão de Açúcar.

A ligação da empresa CPFL com a companhia Pão de Açúcar surgiu a partir da inserção da ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Maria Helena dos Santos Fernandes Santana no Conselho de ambas companhias. Entende-se que a presença de tal conselheira se deu, principalmente, em virtude de sua experiência no mercado de capitais.

Por outro lado, os laços criados entre CPFL e Ultrapar estão relacionados ao controle exercido por fundos de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, essa premissa está fundamentada na presença do bancário Ivan de Souza Monteiro no Conselho de Administração das duas empresas. Essa ligação induz a pensar que empresas tendem a incluir

profissionais no Conselho de companhias ligadas aos fundos de pensão como forma de monitorar as decisões tomadas pelos executivos dessas organizações.

Portanto, nota-se que a presença do *board interlocking* é uma característica comum entre as empresas integrantes do Índice Bovespa. De acordo com os resultados do estudo, essa característica pode estar associada aos seguintes fatores:

- i) existência de grupos econômicos, ocorre quando profissionais atuam simultaneamente no conselho de empresas pertencente ao mesmo grupo, agindo como fonte de informação entre controladora e subsidiária. Fato esse, observado entre as empresas OGX, MMX e LLX, Gerdau e Gerdau Metalúrgica e Ambev, Lojas Americanas e B2W;
- ii) controle governamental, verifica-se quando a União, por meio, de suas entidades exerce influência no controle de determinadas companhias, o BNDES Participações S.A. é um exemplo, sua representativa participação em empresas como Petrobras, Vale, Suzano, Klabin, Gerdau, CPFL, entre outras, permite a inclusão de profissionais no Conselho das respectivas companhias;
- iii) existência de fundos de pensão, acontece quando empresas criam carteiras de investimentos com a finalidade de auxiliar na aposentadoria de seus funcionários. O Banco do Brasil é uma empresa que realiza esse tipo de investimento. Por isso, a inclusão de profissionais no Conselho de empresas com ações pertencentes ao fundo de pensão é essencial para o controle das decisões dos gestores;
- iv) inserção de profissionais com reconhecida experiência de mercado. Normalmente, empresas, buscam incluir profissionais em seus Conselhos com grande conhecimento de mercado para que suas experiências auxiliem no processo de tomada de decisão. Profissionais como, Maria Helena dos Santos Fernandes Santana e Álvaro Antônio Cardoso de Souza, por exemplo, são muito requisitados pelas companhias, uma vez que sua bagagem de conhecimento é uma importante fonte de informação no momento de adotar determinadas práticas corporativas.

Destaca-se ainda, que grande parte das alterações na configuração das redes corporativas, ocorre em virtude de ligações entre empresas por meio de profissionais com reconhecida experiência. Essas ligações tendem a ser mais inconstantes, uma vez que tais profissionais são muito requisitados pelas empresas. Por outro lado, laços associados aos demais fatores, como, grupos econômicos, controle governamental e fundos de pensão, tendem a ser mais estáveis, pois correspondem a relações de longo prazo.

4.3 ANÁLISE DA SUAVIZAÇÃO DE RESULTADO POR MEIO DO MODELO ECKEL (1981)

Para investigar a relação entre a presença de *board interlocking* e a prática de suavização de resultados, adotou-se inicialmente o modelo de Eckel (1981). Tal modelo foi empregado, em virtude da sua capacidade de captar a prática do *income smoothing* a partir da razão entre os coeficientes de variação dos lucros e receita da companhia. Todavia, diferentemente da maioria dos estudos da área (MICHELSON; JORDAN-WAGNER; WOOTTON, 1995; BOOTH; KALLUNKI; MARTIKAINEN, 1996; BAO; BAO, 2004), a pesquisa, buscando inovar, tratou os escores obtidos pelo modelo como uma métrica. Esse tratamento permitiu a utilização da técnica estatística de análise de dados em painel para constatar a relação entre os indicadores de suavização de resultado e análise de rede social. Estratégia estatística semelhante foi empregada por Mendes-da-Silva (2010) para investigar a relação entre os indicadores de análise de rede social e desempenho das empresas brasileiras no período de 1997 a 2007.

De acordo com Wooldridge (2006), uma razão para utilizar agrupamentos independentes em cortes transversais é aumentar a dimensão da amostra. Assim, em períodos diferentes, agrupar amostras aleatórias da mesma população contribui para obtenção de estimadores mais precisos e testes estatísticos mais consistentes.

Para a análise da Regressão de Dados em Painel, adotou-se inicialmente o modelo *pooled* (Mínimos Quadrados Ordinários - MQO), utilizando como variáveis independentes, os elementos constitutivos de rede social para explicar a prática de suavização de resultado, mensurada pelo Índice de Eckel.

Foram realizados testes de diagnósticos de painel para selecionar o modelo que melhor se aplica à questão de pesquisa. *A priori* realizou-se o teste de estimador de efeitos fixos que verifica se o modelo MQO é mais adequado. A rejeição de H_0 significa que o modelo de efeitos fixos é mais conveniente.

O teste de *Breusch-Pagan* confirma que o modelo de efeitos aleatórios é mais apropriado ao modelo *pooled*. O teste de *Hausman* mostrou-se adequado a utilização do modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos. Conforme Gujarati (2006), a hipótese nula subjacente ao teste é que os estimadores do modelo de efeitos fixos e do modelo de correção dos erros não diferem substancialmente. Assim, se a hipótese nula for rejeitada, denota que o modelo de efeitos aleatórios não é adequado devido à inconsistência dos

estimadores do modelo aleatório e é preferível o emprego do modelo por efeitos fixos. A Tabela 5 evidencia o resultado dos testes de diagnóstico do modelo de painel para a variável dependente - Índice de Eckel.

Tabela 5: Resultado do diagnóstico de painel

Testes	Significância
	Fator de Suavização
Estimador de Efeitos Fixos	0,001
Breusch-Pagan	0,001
Hausman	0,000

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados apresentados na Tabela 5 inferem que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado. Na Tabela 6 apresentam-se os resultados do modelo de regressão de dados em painel com efeitos fixos da variável.

Tabela 6: Índice de Eckel: Dados em Painel com Efeitos Fixos

Variáveis Significativas	Coefficiente	Estatística t	Sinal Esperado	Sinal obtido
Centralidade da Firma				
<i>Degree</i>	-0,0621	-1,193	+	-
<i>Betweeness</i>	0,0461	0,9328	+	+
Configuração de Rede				
<i>Structural holes</i>	2,3938	6,744***	+	+
Estrutura do Conselho				
TAMcons	1,8524	1,3310	+	+
<i>Outsides</i>	-6,2300	-1,5830	+	-
Variáveis de Controle				
ROA	-1,2387	-5,762***	+	-
ALAV	-1,4317	-2,314**	+	-
TAMemp	-0,6660	-1,8180	-	-
Constante	8,3130	1,9630		
R-quadrado Ajustado	28,30%			

Significativo ao nível de 5%; * Significativo ao nível de 1%

Fonte: dados da pesquisa.

Constatou-se que a presença de laços não redundantes, constatado por meio da métrica de *Structural Holes* apresenta uma relação positiva e significativa ($\beta = 2,3938$; $p < 0,01$) com a prática de suavização de resultado. Isto sugere que a criação de laços entre diferentes *clusters* influencia positivamente a probabilidade de a organização gerenciar seus resultados. Observou-se, também, relação negativa e significativa com o indicador de Rentabilidade (ROA) ($\beta = -1,2387$; $p < 0,01$) e com o Índice de endividamento ($\beta = -1,4317$; $p < 0,05$),

indicando que o desempenho e o nível de endividamento da organização tendem a induzir a adoção da prática de suavização de resultado.

Destaca-se, ainda, que as variáveis de Centralidade de Intermediação (*betweenes*) e Tamanho do Conselho (TAMcons) estabeleceram uma relação positiva com a prática de *income smoothing*. Situação inversa ocorreu com as variáveis de Centralidade de Grau (*degree*) e da presença de profissionais exclusivos do Conselho (*Outsiders*). Todavia, a significância não permite rejeitar as hipóteses H₁, H₂, H₄ e H₅ do estudo, portanto, não há indício que a presença de tais elementos constitutivos influencia na adoção da prática de suavização de resultado.

Assim, os resultados encontrados fornecem indícios de que o poder discricionário dos gestores sobre decisões relacionadas aos lucros e receitas, pode ser explicado em 28,30% pela presença, principalmente, de laços não redundantes, pelo nível de endividamento e desempenho da companhia. Na Tabela 7, apresentam-se os parâmetros estimadores para a suavização do resultado mensurada por meio do Fator de Suavização.

Tabela 7: Índice de Eckel: Parâmetros estimadores para Suavização de Resultado

Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5
Centralidade da Firma					
<i>Degree</i>		-0,0860			-0,0621
		-0,7324			-1,193
<i>Betweeness</i>		0,0237			0,0461
		0,3175			0,9328
Configuração de Rede					
<i>Efficiency</i>			0,7696		2,3938
			0,8996		6,744***
Estrutura do Conselho					
TAMcons				0,4553	1,8524
				0,4739	1,331
<i>Outsides</i>				-3,4104	-6,23
				-1,859	-1,583
Variáveis de Controle					
ROA	-0,4787	-1,0935	-0,8638	-0,4912	-1,2387
	-2,072**	-2,479**	-2,985***	-2,130**	-5,762***
ALAV	-0,4363	-1,2183	-0,5797	-0,5428	-1,4317
	-1,471	-2,257**	-1,716	-1,803	-2,314**
TAMemp	-0,4233	-0,4823	-0,6881	-0,4357	-0,666
	-2,178**	-1,624	-2,833**	-2,149**	-1,818
Constante	8,1416	9,4857	13,4262	6,9152	8,313
	2,455	1,971	3,203	1,962	1,963
R-quadrado	0,1594	0,3448	0,2579	0,1790	0,4062
R-quadrado Ajustado	0,1251	0,2512	0,2107	0,1337	0,2830

Significativo ao nível de 5%; * Significativo ao nível de 1%

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 7, apresentam-se cinco regressões realizadas com a finalidade de identificar a influência de cada grupo de variáveis. Verifica-se, a partir da Regressão 1, que as variáveis ROA e TAMemp podem ser considerada estatisticamente significativas (valor-p < 0,05). Infere-se, portanto, que o tamanho e desempenho da organização exercem influência sobre a prática de Suavização de Resultados.

A partir da inclusão das variáveis de Centralidade da Firma na Regressão 2, nota-se um aumento do poder explicativo da variáveis independentes (25,12%). Associada a isso, nota-se, também, que a variável ALAV apresenta-se estatisticamente significativa (valor-p < 0,05). Sugerindo-se que o nível de endividamento das companhias motiva as ações discricionárias dos gestores.

Observa-se que a inclusão das variáveis de Configuração de Rede e Estrutura do Conselho reduz o poder explicativo do modelo, além de não demonstrarem-se estatisticamente significantes. Com a inclusão todas as variáveis, a partir da análise da Regressão 5, constata-se um aumento significativo na capacidade explicativa do modelo. Indicando que embora algumas variáveis não expressem significância estatística, a sua presença no modelo auxilia na explicação da variável dependente.

Portanto, observa-se, que as variáveis representadas pelos elementos constitutivos de rede em conjunto com as variáveis de controle conseguem explicar aproximadamente 28% das variações ocorridas no Índice de Eckel. Isso faz pensar que as companhias que possuem ligações com empresas de diferentes *clusters*, dispõem de baixos níveis de endividamento e conta com um desempenho deficitário tendem a suavizar seus resultados mais intensamente. Para confirmar os resultados até então discutidos, utilizaram-se as variáveis, EM1 e EM3, desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para criar uma variável (Fator de Suavização) utilizada como *proxy* para as práticas de Suavização de Resultado.

4.4 ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE SUAUIZACÃO POR MEIO DAS MÉTRICAS DE LEUZ, NANDA E WYSOCKI (2003)

Em virtude de características semelhantes identificadas nas variáveis de suavização de resultado, EM1 e EM3, propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), optou-se pela utilização da técnica multivariada de Análise Fatorial. Essa escolha tem como intuito compor um fator

representativo da suavização de resultado, para que posteriormente essa nova variável seja utilizada na análise de regressão com dados em painel.

Um dos requisitos para a Análise Fatorial é a alta correlação entre as variáveis a serem agrupadas em fatores. Na Tabela 8 apresenta-se a análise da matriz de correlação de Pearson entre as duas variáveis EM1 e EM3

Tabela 8: Matriz de Correlação Análise Fatorial

Métricas	EM1	EM3
EM1	1	0,660***
EM3	0,660***	1

Significativo ao nível de 5%; * Significativo ao nível de 1%

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se que existe forte correlação entre as variáveis EM1 e EM3, 66%, com significância ao nível de 1%. Isso sugere a existência do compartilhamento de fatores comuns entre as variáveis, o que justifica a utilização da análise fatorial. Todavia, antes de conduzir a análise fatorial, faz-se necessário, primeiramente, verificar os resultados das estatísticas de KMO (Kaiser-Meyer-Olkin) e do teste de esfericidade de Bartlett com o intuito de confirmar os resultados da matriz de correlação.

Tabela 9: Testes de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e Bartlett

Teste de KMO		0,500
Teste de Esfericidade de Bartlett	Qui – Quadrado	119,819
	df.	1
	Sig.	0,000

Fonte: dados da pesquisa.

O teste de Kaiser-Meyer-Olkin compara a magnitude dos coeficientes de relação entre as variáveis com a magnitude dos coeficientes de correlação parcial, apresentou um coeficiente de 0,500, o que torna possível a aplicação da análise fatorial. O teste de Bartlett apresentou um nível de significância de 0,00. Logo, rejeita-se a hipótese nula de que a matriz de correlação é a matriz identidade. Assim, é possível evidenciar a existência de correlação entre as variáveis, justificando o emprego da análise fatorial. Na Tabela 10 apresenta-se a determinação dos fatores do modelo e a verificação da variância explicada pelo número de e fatores e serem utilizados no modelo.

Tabela 10: Determinação dos fatores do modelo

Componente	Total Auto Valor			Extração da Soma dos Quadrados		
	Total	% da Variância	Cumulativo %	Total	% da Variância	Cumulativo %
1	1,660	82,999	82,999	1,660	82,999	82,999
2	0,340	17,001	100,000			

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 10, Observa-se que a utilização dos dois fatores corresponde a uma variância explicada de 100. No entanto, nota-se que a utilização de apenas um fator, a variância cumulativa explicada é de aproximadamente 83%. Desse modo, a análise fatorial permite agrupar as variáveis, EM1 e EM3, em um único fator que será denominado “Fator de Suavização” na análise de regressão com dados em painel. Na Tabela 11 evidencia-se o resultado dos testes de diagnóstico do modelo de painel para a variável dependente, Fator de Suavização.

Tabela 11: Resultado do diagnóstico de painel

Testes	Sig.
	Fator de Suavização
Estimador de Efeitos Fixos	0,000
Breusch-Pagan	0,000
Hausman	0,000

Fonte: dados da pesquisa.

Verifica-se, a partir dos testes da Tabela 11, que o modelo de painel com efeitos fixos é o mais consistente para explicar a variável dependente, Fator de Suavização. Na Tabela 12 apresentam-se os resultados do modelo de Regressão de Dados em Painel com efeitos fixos da variável.

Tabela 12: Fator de Suavização: Dados em Painel com Efeitos Fixos

Variáveis Significativas	Coefficiente	Estatística t	Sinal Esperado	Sinal obtido
Centralidade da Firma				
<i>Degree</i>	-0,1581	-0,7446	+	-
<i>Betweeness</i>	0,1296	2,0960**	+	+
Configuração de Rede				
<i>Efficiency</i>	0,2679	0,7967	+	+
Estrutura do Conselho				
TAMcons	1,3804	3,227***	+	+
<i>Outsides</i>	-1,0178	-1,2820	+	-
Variáveis de Controle				
ROA	-0,0248	-0,1976	+	-
ALAV	2,3689	2,0860**	+	+
TAMemp	0,0642	0,1286	-	-
Constante	-5,3662	-0,6890		
R-quadrado Ajustado	79,86%			

Significativo ao nível de 5%; * Significativo ao nível de 1%

Fonte: dados da pesquisa.

Constatou-se que a presença de laços indiretos, identificada por meio da métrica de Centralidade de Intermediação (*Betweeness*) apresentando uma relação positiva e significativa

($\beta = 0,1296$; $p < 0,05$) com a prática de suavização de resultado. Isto sugere que a criação de laços indiretos influencia positivamente na probabilidade da organização gerenciar seus resultados. Notou-se também, relação positiva e significativa com o Tamanho do Conselho ($\beta = 1,3807$; $p < 0,01$) e com o Índice de endividamento ($\beta = 2,3389$; $p < 0,05$), indicando que o número de profissionais no conselho e o endividamento da organização podem influenciar na adoção da prática de suavização de resultado. Os resultados encontrados fornecem indícios de que o poder discricionário dos gestores sobre decisões operacionais e escolhas de divulgação pode ser explicado, em média, 79% pela presença de laços indiretos entre as empresas, pelo tamanho do conselho e pelo nível de endividamento da empresa.

A relação positiva dos coeficientes de lacunas estruturais (*Efficiency*) e a relação negativa com a presença de ligações diretas e *Outsiders* com a prática de suavização de resultado. A não significância dessas variáveis não permite rejeitar as hipóteses H₁, H₃ e H₅ do estudo, portanto, não há indício que a presença de tais elementos constitutivos influencia na adoção da prática de suavização de resultado. Na Tabela 13, apresentam-se, os parâmetros estimadores para a Suavização do Resultado mensurada por meio do Fator de Suavização.

Tabela 13: Fator de Suavização: Parâmetros estimadores para Suavização de Resultado

Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5
Centralidade da Firma					
<i>Degree</i>		-0,1445			-0,1581
		-0,6338			-0,7446
<i>Betweenness</i>		0,1586			0,1296
		2,316**			2,0960**
Configuração de Rede					
<i>Efficiency</i>			0,1582		0,2679
			0,7324		0,7967
Estrutura do Conselho					
TAMcons				0,2905	1,3804
				0,9840	3,227***
<i>Outsides</i>				-0,5446	-1,0178
				-0,8658	-1,2820
Variáveis de Controle					
ROA	0,0979	0,0360	0,1127	0,0993	-0,0248
	1,3800	0,3220	1,5910	1,4500	-0,1976
ALAV	-0,1275	2,0297	0,7247	-0,1211	2,3689
	-0,2349	1,997	1,1720	-0,2105	2,0860**
TAMemp	-0,0350	-0,1860	0,0093	-0,0644	0,0642
	0,2729	-0,6338	0,0814	-0,5097	0,1286
Constante	0,3777	1,8178	-0,6210	0,2159	-5,3662
	0,2024	0,2312	0,3372	0,1151	-0,6890
R-quadrado	0,7780	0,8804	0,7918	0,7805	0,8948
R-quadrado Ajustado	0,6997	0,7847	0,6993	0,6993	0,7986

Significativo ao nível de 5%; * Significativo ao nível de 1%

Fonte: dados da pesquisa

A Tabela 13 mostram-se os resultados obtidos pela estimação dos parâmetros de regressão com dados em painel com efeitos fixos e erro padrão robusto, com variável dependente sendo Fator de Suavização. Com respeito aos coeficientes estimados, na Regressão 1, constata-se que nenhuma variável de controle foi significativa.

Quando testada a Regressão 2, incluindo as variáveis referentes à centralidade de firma, juntamente com as variáveis de controle, constatou-se que a variável de *Betweenness* ($\beta = 0,1586$; $p < 0,05$) obteve significância, apoiando a ideia que a centralidade indireta influencia na adoção de práticas de suavização de resultados. Outro fator que merece destaque são os elevados valores dos coeficientes de determinação, R^2 , variando entre 77,80% e 89,48%, indicando um alto poder explicativo das variáveis independentes.

Destaca-se, que as empresas pertencentes ao Índice do Bovespa, estão mais inclinadas a suavizar seus resultados quando atuam como elos entre outras companhias, possuem um grande número de profissionais em seu Conselho de Administração e, também, quando dispõem de baixos níveis de endividamento.

As particularidades do mercado de capitais nacional induzem a pensar que práticas como a suavização de resultado podem ser influenciadas pela presença de profissionais atuando simultaneamente em duas ou mais companhias. Portanto, essas conclusões apontam para a importância do Conselho de Administração, não apenas como um controlador das decisões tomadas pelos executivos, mas também, como um importante canal de recurso para a organização.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

5.1. CONCLUSÕES

Com a finalidade de identificar a intensidade das ligações entre as companhias, adotaram-se como *proxies*, os indicadores de análise de rede social, classificadas em três grupos: i) Centralidade da Firma, representada pela Centralidade de Grau e Centralidade de Intermediação, ii) Configuração de Rede, expressa por *Structural holes*, e iii) Estrutura do Conselho mensurada pelo Tamanho do Conselho de Administração, e a presença de *Outsides* (conselheiros independentes).

Uma das contribuições metodológicas deste estudo refere-se à utilização do coeficiente de variação de Eckel (1981) como uma métrica convencional, diferenciando-se dos estudos realizados anteriormente, em que as empresas eram classificadas de forma qualitativa. A escolha pela utilização da métrica deveu-se, principalmente, por considerar que a classificação tradicional poderia distorcer algumas conclusões, uma vez que estudos precedentes que identificaram patamares diferentes de índices os tratavam como sendo pertencente a um mesmo nível. Outra contribuição metodológica, refere-se à criação de uma variável de suavização de resultado (Fator de Suavização) a partir do agrupamento, por meio da Análise Fatorial, das variáveis EM1 e EM3 desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Os resultados mostram que a presença do *board interlocking* é comum para as empresas pertencentes ao Ibovespa. Observou-se que, normalmente, as ligações entre as empresas estão associadas a quatro fatores: (1) formação de grupo econômico; (2) controle governamental; (3) formação de fundos de pensão; e (4) presença de profissionais com reconhecida experiência de mercado. Os três primeiros fatores originam ligações mais duradouras e dificilmente tais conexões são rompidas. Por outro lado, as ligações realizadas por meio de profissionais com experiência de mercado tendem a ser mais instáveis e sua presença é muito requisitada no Conselho de diferentes companhias.

No tocante aos modelos empregados na pesquisa, duas variáveis foram utilizadas para identificar a suavização de resultado: i) modelo de Eckel e ii) o Fator de Suavização, constituída a partir das métricas EM1 e EM3. O modelo de Eckel (1981) teve a finalidade de identificar o comportamento discricionário dos gestores em manipular proposital de

lançamentos contábeis que impactam nos valores das receitas e do lucro da empresa. Os resultados indicaram que a prática de Suavização de Resultado foi favorecida quando as organizações estabeleceram ligações com empresas de outros *clusters*. Isso leva a pensar que conselheiros mais bem posicionados na rede tendem a possuir maior capacidade de receber informações e, por consequência, aumentam as chances de ter suas práticas dispersadas entre as empresas de sua rede. Posto isso, acredita-se que as características do mercado de capitais brasileiros favorecem a formação de *structural holes*, visto que Conselheiros que atuam em importantes grupos econômicos têm maior tendência de serem pretendidos por outras empresas.

Os estudos Michelson, Jordan-Wagner e Wooton (1995) mostram que as empresas que suavizam seus resultados tendem a possuir melhores desempenhos. Porém, nesta pesquisa os resultados indicaram haver uma relação negativa entre o desempenho e a prática de suavização. Uma possível explicação para essa situação pode ser o fato de que empresas que possuem resultados deficitários tenderiam a gerenciar resultados em prol de lucros futuros. Este mesmo argumento pode ser encontrado em Iudícibus e Lopes (2004), os quais defendem que empresas que possuem um alto nível de exigíveis são mais propensas a gerenciar seus resultados com a finalidade de aumentar seus lucros. No entanto, os resultados encontrados nesta pesquisa sugerem exatamente o contrário, o que faz pensar que empresas também podem gerenciar seus resultados com o propósito de controlar seu nível de endividamento, e assim, conseguir recursos com menores encargos.

O estudo também empregou como *proxy* de suavização de resultado o Fator de Suavização. Os resultados sugerem que a criação de laços indiretos influenciam positivamente a organização gerenciar seus resultados. De acordo com Davis (1991) a localização da empresa na rede influencia a adoção de práticas semelhantes. Por isso, acredita-se que as empresas que intermediam conexões entre outras companhias tem acesso privilegiado a uma gama de informações, isso aumenta a possibilidade de conhecer novas práticas e aplica-las nas empresas pertencentes a sua rede.

Os resultados encontrados não permitem rejeitar as seguintes hipóteses elencadas no estudo: (1) de que há uma associação significativa entre a centralidade de intermediação (*betweenness*) do conselho e a prática de suavização de resultado; (2) de que existe uma associação significativa entre a qualidade dos laços entre conselheiros (*Structural holes*) e a prática de suavização de resultado; e (3) de que existe uma associação significativa entre o tamanho do conselho e a prática de suavização de resultado. Os resultados deste estudo

confirmam as pesquisas anteriores de Kosnik (1987); Davis (1991); Mizruchi (1996); Haunschild (1993); Stearns; Mizruchi (1993); Chiu; Teoh; Tian (2013). No que se refere que as ligações entre organizações por meio dos profissionais do Conselho de Administração podem influenciar na adoção de práticas corporativas.

Também foram encontrados resultados que fornecem indícios para rejeitar a hipótese de que: (1) há relação significativa entre a Centralidade de Grau do Conselho e a prática de Suavização de Resultado contábil; e (2) existe uma associação significativa entre a presença de *outsiders* no conselho e a prática de suavização de resultado. Esperava-se, a princípio, que o número de ligações diretas influenciasse na adoção da prática de suavização, no entanto, isso não foi constatado. Acreditava-se, também, que a presença de profissionais atuantes apenas no Conselho de Administração motivasse a prática do *income smoothing*, porém, isso não foi evidenciado. Uma possível explicação para a rejeição dessas duas hipóteses pode estar associada ao fato de empresas conectadas diretamente possuírem um nível de informação menor que empresas que intermediam as conexões. Em relação à presença de *outsiders*, acredita-se que a alta média de profissionais que atuam apenas no conselho (92%) seja uma característica comum no mercado acionário brasileiro, tornando essa variável pouco influente.

Conclui-se que a presença do *board interlocking* influencia na qualidade da divulgação das informações contábeis. Empresas que compartilham conselheiros com outras organizações, onde há ocorrência do *Income Smoothing*, tendem a manipular seus resultados contábeis mais facilmente. Isso ocorre, as características do mercado de capitais brasileiro, como: predominância na formação de grupos econômicos, grupos com controle governamental, e fundos de pensão favorece que práticas adotadas com sucesso por algumas empresas sejam difundidas rapidamente.

As características do mercado de capitais brasileiro, como baixa proteção aos acionistas minoritários e a grande concentração de capital nas mãos de um pequeno grupo de investidores, também, são determinantes para a relação entre o *board interlocking* e Suavização de Resultado. Como quem normalmente controla as empresas são poucos investidores, espera-se que em organizações, como as controladas pelo BNDES, as práticas adotadas seja similares.

5.2. SUGESTÕES DE ESTUDO FUTUROS

Os resultados obtidos estão limitados às empresas brasileiras pertencentes ao Índice do Bovespa (IBov) no período de 2009 a 2012. As limitações estão relacionadas, também, às variáveis selecionadas bem como às técnicas de análise de dados e às informações disponibilizadas pelo site da BM&FBOVESPA e pela base de dados Economatica.

Para pesquisas futuras sugere-se que seja investigada a relação do *board interlocking* com as demais práticas utilizadas no mercado de capitais brasileiro, como conservadorismo contábil e outras modalidades de gerenciamento de resultado. Sugere-se, também, examinar possíveis associações teóricas e empíricas entre a presença do *board interlocking* e o custo de capital das empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

- ADKINS, L. C. **Using Gretl for principles of econometrics**. 2010. Disponível em: <http://www.learn econometrics.com/gretl/ebook.pdf>. Acesso em: 01.04.2013.
- ALBRECHT, W. D.; RICHARDSON, F. M. Income smoothing by economy sector. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 7, n. 5, p. 713-730, Winter 1990.
- ALLEN, M. P. The structure of inter-organizational elite cooptation: interlocking corporate directorates. **American Sociological Review**, v. 39, p. 393-406, jun. 1974.
- ALMEIDA, J. E. F.; SARLO NETO, A.; BASTIANELLO, R. F.; ADONEQUE, E. Z. Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&FBovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 23, n. 58, p. 65-75. jan./abr. 2012.
- AU, K.; PENG, M. W.; WANG, D.. Interlocking directorates, firm strategies and performance in Hong Kong: Towards a research agenda. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 17, p. 29-47, 2000.
- BAIOCO, V. G.; ALMEIDA, J. E. F.; RODRIGUES, A. Suavização de resultados e regulação de mercados. In: Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis. **Anais ...** Rio de Janeiro-RJ. AdCont 2011.
- BAO, B. H.; BAO, D. H.. Income smoothing, earnings quality and firm valuation. **Journal of Business Finance & Accounting**, v.31, n. 9, p. 1525- 1557, nov./dec., 2004
- BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CLEGG, S. R.; HANDY, C.; NORD, W. R. (org.). **Handbook de estudos organizacionais: ação e análise organizacionais**, v. 3. São Paulo: Atlas, 2004.
- BARROS, C. M. E.. **Gerenciamento de resultados contábeis e qualidade de governança corporativa: um estudo empírico em empresas brasileiras de capital aberto**. 2012. 148 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.
- BATTISTON, S.; WEISBUCH, G.; BONABEAU, E. Decision spread in the corporate board network. **Advances in Complex Systems**, v. 6, n. 4, p. 631-644, 2003.
- BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H. N. Corporative governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. **Journal of Law, Economics & Organization**, v.1, n. 1, p. 101-124, spring, 1985.
- BEIDLEMAN, C. R. Income smoothing: the role of management. **The Accounting Review**, v. 98, n. 4, p. 653-667, oct. 1973.
- BELKAOUI, A. R.. **Accounting: by principle or design?** London: Praeger, 2003.
- BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2007.
- BERLE, A., MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan. 1932.
- BOOTH, G. G.; KALLUNKI, J. P.; MARTIKAINEN, T. Post-announcement drift and income smoothing: finnish evidence. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 23, n. 8, p. 1197-1211, dec. 1996.
- BORGATTI, S. P.; FOSTER, P. C. The network paradigm in organizational research: a review and typology. **Journal of Management**, v. 29, n. 6, p. 991-1013, 2003.

- BOYD, B. Corporate linkages and organizational environment: a test of the resource dependence model. **Strategic Management Journal**, v. 11, p. 419-430, 1990.
- BURRIS, V. Interlocking directorates and political cohesion among corporate elites. **The American Journal of Sociology**, v. 111, n. 1, p. 249 – 283, jul. 2005.
- BURT, R. S. Cooptive corporate actor networks: a reconsideration of interlocking directorates involving American manufacturing. **Administrive Science Quarterly**, v. 25. p. 557-581, dec. 1983.
- CADBURY, A.; MILLSTEIN, I. M. **The new agenda for ICGN**. International Corporate Governance Discussion Paper. n. 1 for the ICGN 10th Anniversary Conference London, 2005. Disponível em < <https://www.icgn.org/404>>. Acesso em 10 mar. 2013.
- CAMARGO, A. A. S. A importância do conselho de administração na legislação societária brasileira. In. FONTES FILHO, J. R.; LEAL, R. P. C. **Governança corporativa: discussões sobre os Conselhos em empresas brasileiras**, São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.
- CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics using stata**. Texas: Stata Press, 2009.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./dez. 2004.
- CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de capital no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo, v. 10, n. 6, p. 25-46, Nov./dez. 2009.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica: para uso dos estudantes universitários**. 3. ed. São Paulo: Mcgraw-Hill do Brasil, 1983.
- CHIU, P. C.; TEOH, S. H.; TIAN, F. Board interlocks and earning management contagion. **The Accounting Review**, v. 88, n. 3, p. 915-944, may. 2013.
- CARLSSON, R. **Ownership and Value Creation: strategic corporate governance in the new economy**. New York: John Wiley & Sons, 2001.
- COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M.. Um estudo sobre as influências de accruals na correlação entre lucro contábil e a variação do capital circulante líquido das empresas. **Revista de Administração Contemporânea**. Curitiba, v. 10. n. 2, p. 95-116, abr./jun. 2006.
- COLLINS, D. W.; KOTHARI, S. P. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earning response coefficients. **Journal of Accounting & Economics**, v. 2, n. 2, p. 143-182, jul. 1989.
- CONNELLY, B. L., JOHNSON, J. L., TIHANYI, L., ELLSTRAND, A. E. More than adopters: competing influences in the interlocking directorate. **Organization Science**, v. 22, n. 3, p. 688-703, may/jun. 2011.
- CONNELLY, B. L.; SLYKE, E. J. V. The power and peril of board interlocks. **Organizational Performance**, v. 55, p. 403-408, sep./oct. 2012.
- COOPER, D; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7 ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.
- COPELAND, T.; WESTON, F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4 ed. Boston: Pearson Addison Wesley, 2005.

- CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas, 2009.
- COX, B. A.; ROGERSON, C. M. The corporate power elite in South Africa: interlocking directorships among large enterprises. **Political Geography Quarterly**, v. 4, n. 3, p. 219-234, Jul. 1985.
- DAVIS, G. F. Agents without principles? the spread of the poison pill through the intercorporate network. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, p. 583-613, dec. 1991.
- DAVIS, G. F.; MIZRUCHI, M. S. The money center cannot hold: commercial banks in the U.S. system of corporate governance. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 2, p. 215-239, Jun. 1999.
- DOOLEY, P. C. The interlocking directorate. **American Economic Review**, v. 59, p. 314-323, jun. 1969.
- DRUCKER, P. F. **Toward the next economics and other essays**. New York: Harper and Row, 1981.
- ECKEL, N. The income smoothing hypothesis revisited. **Abacus**, v.17, n.1, p. 28-40, jun. 1981.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, jan. 1989.
- FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-325, jun. 1983.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FENNEMA, M.; SCHIJF, H. Analysing interlocking directorates: theory and methods. **Social Network**, v, 1, n. 4, p. 297-332, 1978.
- FICH, E. M.; WHITE, L. J. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? **Journal of Corporate Finance**, v. 11, p. 175-195, mar. 2005.
- FONTES FILHO, J. R.; LEAL, R. P. C. **Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2012.
- FORBES, D. P.; MILLIKEN, F. J. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. **Academy of Management Review**, v. 24, n. 3, p. 489-505, jul. 1999.
- FREEMAN, L. C. Centrality in social networks: conceptual clarification. **Social Network**, v. 1, n. 3, p. 215-239, 1979.
- FUDENBERG, D.; TIROLE, J. A theory of income and dividend Smoothing based on incumbency rents, **Journal of Political Economy**, v. 103, n. 1, p. 75-93, feb. 1995.
- GALES, L.; KESNER, I. An analysis of board of director size and composition in bankrupt organizations. **Journal of Business Research**, v. 30, n. 3, p. 271-282, jul. 1994.
- GONDRIGE, E. O; CLEMENTE, A; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do Conselho de Administração e valor das companhias brasileiras. **Brazilian Business Review**. Vitória, v. 9, n. 3, p. 72-95, jul./set. 2012.

- GOH, B. W.; NG, J; YONG, K. O. The effect of board independence on the information environment: an instrumental variable approach based on director social network. In: ANNUAL MEETING AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION, 2012.
- GRANOVETTER, M. S. The strength of weak ties. **American Journal of Sociology**, v. 63, p. 597-606, may 1973.
- GRANOVETTER, M. S. Economic action and social structure: the problem of embeddedness. **American Journal of Sociology**, v. 91, n. 3, p. 481-510, nov. 1985.
- GU, Z.; LEE, C. W. J.; ROSSET, J. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 313-334, 2005.
- GUERRA, S. **Os papéis do conselho de administração em empresas listadas no Brasil**. 2012, 216 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, 2009.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4 ed. São Paulo: Elsevier, 2006.
- HANNEMAN, R. A.; RIDDLE, M. **Introduction to social network methods**. Riverside: University of California, 2005.
- HAUNSCHILD, P. R. Interorganizational imitation: the impact of interlocks on corporate acquisition activity. **Administrative Science Quarterly**, v. 38, p. 564-592, dec. 1993.
- HAUNSCHILD, P. R.; BECKMAN, C. M. When do interlocks matter? alternate sources of information and interlock influence. **Administrative Science Quarterly**, v. 43, p. 815-844, dec. 1998.
- HEALY P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, p. 365-383, dec. 1999.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2007.
- HERMALIN, B.; WEISBACH, M. **Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature**. In: NBER Working Paper n. 8161, Cambridge, Massachusetts, 2001.
- HILLMAN, A.; CANNELLA, A.; PAETZOLD, R. The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. **Journal of Management Studies**. v. 37, p. 235-256, 2000.
- HILLMAN, A. J.; DALZIEL, T. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 383-396, 2003.
- HUNG, H. A typology of the theories of the roles of governing boards. **Scholarly Research and Theory Papers**, v. 6, n. 2, p. 101-111, 1998.
- ĨÑIGUEZ, R.; POVEDA, F. Long-run abnormal returns and income smoothing in the Spanish stock market. **European Accounting Review**, v. 13, n. 1, p. 105-130, 2004.
- IUDICIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3. p. 305-360. 1976.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, Summer 1994.

- JOHNSON, J., DAILY, C, ELLSTRAND, A. Boards of directors: A review and research agenda. **Journal of Management**, v. 22, p. 409-438, 1996.
- JUDGE, W. Q.; ZEITHAML, C. P. Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. **Academy of Management Journal**. v. 35, p. 758-794, oct. 1992.
- KIM, Y. Board network characteristics and firm performance in Korea. **Corporate Governance**, v. 13, n. 6, p. 800-808, nov. 2005.
- KNOWLES, J. C. **The rockefeller financial group**. Andover Mass: Warner Modular Publications, 1973.
- KOSNIK, R. D. Greenmail: a study of board performance in corporate governance. **Administrative Science Quarterly**, v. 32, n. 2, p. 163-185. Jun. 1987.
- LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, abr. 1999.
- LAMBERT, R. A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32. p. 3-87, 2001.
- LEITNER, Y. Financial Networks: Contagion, commitment, and private sector bailouts. **Journal of Finance**, v. 60, p. 2925–2953. 2005.
- LEUZ, C., NANDA, D, e WYSOCKI, P. D. Investor protection and earning management: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n.3, p. 505-527, set. 2003.
- LIBBY, R.; BLOOMFIELD, R.; NELSON, M. W. Experimental Research in Financial Accounting. **Accounting, Organizations and Society**, v. 27, n. 8, p. 775–810, nov. 2002.
- LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F. PIMENTEL, R. C. **Curso de mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2012.
- LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultado: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 42, n. 1, p. 86-96, jan./mar. 2007.
- LYRA, I. X. M.; MOREIRA, R. L.. Alisamento de resultados nas empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. **Revista Contabilidade e Controladoria**. Curitiba, v. 3, n. 2, p. 78-93, mai./ago. 2011.
- MACE, M. L. Directors: Myth and reality, 1971. In: CLARKE, T. **Theories of Corporate Governance: the philosophical foundations of corporate governance**. New York: Routledge, 2004.
- MARTINEZ, A. L. Detectando *earnings management* no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. **Revista Contabilidade e Finanças USP**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7- 17, Jan/Abr. 2008.
- MARTINEZ, A. L.. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 124 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Curso de Pós-graduação em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- MARTINEZ, A. L.; CASTRO, M. A. O. Income smoothing e o valor da firma. In: II Congresso Anpcont, 2008, Salvador. Associação Nacional de Programas de Pós-graduação em Ciências Contábeis, 2008.

- MARTINEZ, A. L.; CASTRO, M. A. O. Ratings, custo de capital de terceiros e alistamento de resultados no Brasil. In: Encontro Brasileiro de Finanças São Leopoldo, RS. **Anais...** SBFIn, 2009.
- MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MENDES-DA-SILVA, Wesley. **Board Interlocking, desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras listadas na Bovespa**: análise sob a ótica da teoria dos grafos e de redes sociais. São Paulo: 2012. Tese (Doutorado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, 2010.
- MENDES-DA-SILVA, W.; ROSSOLI, L.; MARTIN, D. L.; MARTELANC, R. A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do novo mercado da Bovespa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2008.
- MICHELSON, S.E., JORDAN-WAGNER, J. e WOOTTON, C.W, A Market Based analysis of income smoothing. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 22, n. 8, p. 1179–1193. dez. 1995.
- MINTZBERG, H. **Power in and around organization**. Englewoods: Prentice-Hall, 1983.
- MIZRUCHI, M. S. **The American Corporate Network: 1904-1974**. Beverly Hills, CA: Sage, 1982.
- MIZRUCHI, M. S. What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. **Annual Review of Sociology**, v. 22, p. 271-298, 1996.
- MIZRUCHI, M. S. Análise de redes sociais: avanços recentes e controvérsias atuais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, n. 3, jul./set. 2006.
- MIZRUCHI, M. S.; STEARNS, Linda B. A longitudinal study of borrowing by large American corporations. **Administrative Science Quarterly**, v. 39, p. 118-140, 1994.
- OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 132 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- OLIVEIRA, S. L. **Tratado de metodologia científica**: projetos de pesquisas, TGI, TCC, monografias, dissertações e teses. 2. ed. São Paulo: Pioneira, 1999.
- ONG, C. H.; WAN, D.; ONG, K. S.. An exploratory study on interlocking directorates in listed firms in Singapore. **Corporate Governance**, v. 11, n. 4, p. 322-334, out. 2003.
- ORNSTEIN, M. D. Interlocking directorates in Canada: evidence from replacement patterns. **Social Networks**, v. 4, p. 3-25, mar. 1982.
- PALMER, D. A.; FRIEDLAND, R. SINGH, J. V. The ties that bind: determinants of stability in corporate interlock network. **American Sociological Review**, v. 51, p. 781-796, jan. 1986.
- PENNINGS, J. **Interlocking directorates**: origins and consequences of connections among organizations' boards of directors. San Francisco: Jossey-Bass, 1980.
- PIPPIN, S. E. **An analysis of the impact of tax systems on income distribution, poverty, and human well-being**: evidence from cross-country comparisons. 2006. 193 f. Dissertation in Business Administration (Accounting) – Doctor of Philosophy, Texas Tech University, USA.

- PFEFFER, J. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, p. 218-228, jun. 1972.
- PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. **The external control of organizations: a resource dependence perspective**. New York: Harper & Row, 1978.
- PITTS, F. R. The medieval river trade network of Russia revisited. **Social Networks**, v. 1, p. 285-292, 1979.
- POMBO, C.; GUTIÉRREZ, L. H. Outside directors, board interlocks and firm performance: empirical evidence from Colombian business groups. **Journal of Economics and Business**, v. 63, p. 251-277, 2011.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.
- RICHARDSON, S.; TEOH, S. H.; WYSOCKI, P. The walkdown to beatable analyst forecasts: the roles of equity issuance and insider trading incentives, v. 21, n. 4, p. 885-924, winter 2001.
- RODRIGUES, J; SEABRA, F. Conselho de administração: que funções? **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, Lisboa, v. 10, n. 2, p. 2-12, jan. 2011.
- RONEN, J.; TZUR, J.; YAARI, V. Legal insider trading, CEO's incentive, and quality of earnings. **Corporate Governance and Control**, v. 4, p. 210-219, Spring, 2007
- ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**. v. 63. n. 2. p. 134-139, mai. 1973
- ROSSONI, L.; GUARIDO FILHO, E.R. Cooperação Interinstitucional no Campo da Pesquisa em Estratégia. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 47, n. 4, p. 74-88, out./dec. 2007.
- ROSSONI, L; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 14, edição especial, p. 173-198, set. 2010.
- ROSSONI, L; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F BOVESPA. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 53, n. 3, p. 272-289, mai./jun. 2013.
- SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B.. **Metodologia de Pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.
- SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. D. M. Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor da empresa. **Revista Brasileira de Finanças**. São Paulo, v. 5. p. 125-163, 2007.
- SCHOORMAN, F. D.; BAZERMAN, M. H.; ATKIN, R. S. Interlocking directorates: a strategy for reducing environmental uncertainty. **Academy of Management Review**, v. 6, n. 2, p. 243-251, jan. 1981.
- SCOTT, William R. **Financial accounting theory**. 6 ed. Toronto: Pearson Canada, 2012.
- SEGATTO-MENDES, A. P. **Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. 260 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- SHLEIFER, A. VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.2, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. de C. FAMÁ, R.. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, jul./set. 2003.

SMITH, A. **The Wealth of Nations**. The University of Chicago press. 1976.

SOUTES, D. O.; LIMA, S. C. Análise da qualidade do lucro. In: LOPES, A. B. **Contabilidade e finanças no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2012.

SPENCE, M.; ZECKHAUSER, R. Insurance, information and individual action. **American Economic Review**, v. 61, n. 2, p. 380-387, mai. 1971.

STEARNS, L.; MIZRUCHI, M. Board composition and corporate financing: the impact of financial institution representation on borrowing. **Academy of Management Journal**. v. 36, p. 603-618, jun. 1993.

STEPHENSON, K.; ZELEN, M. Rethinking centrality: methods and examples and applications. **Social Networks**, v. 11, n. 1, p. 1-37, mar. 1989.

STOLOWY, H.; BRETON, G. A. **Review of reserach on accounts manipulation**. In: ANNUAL CONGRESS OF THE EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION, 23, Munich, 2000.

TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. **Revista Universo Contábil**, Santa Catarina, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 17, n. 42, p. 35-49, set./dez 2006.

TONIN, J. M. F. **Relação entre *Income Smoothing* e *Rathing* em companhias brasileiras de capital aberto**. 2012. 103 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.

TRUEMAN, B.; TITMAN, S. An explanation for accounting income smoothing. **Journal Accounting Research**, v. 26, p. 127-139, 1988.

TRUJILLO FERRARI, A. **Metodologia da pesquisa científica**. São Paulo: Mcgraw-Hill do Brasil, 1982.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, jan. 2000.

YOUNG, S. Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: an evaluation of alternative modeling procedures. **Journal of business finance & accounting**, v. 27. p. 833-862, jun. 1999.

WASSERMAN, S.; FAUST, K. **Social Network Analysis: Methods and Applications**. Cambridge University Press, 1994.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. Nova Iorque: Free Press, 1985.

WILLIAMSON, O. E. Comparative economic organization: the analysis of discrete structural alternatives. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 2, p. 269-296, jun. 1991.

ZAHRA, S.; PEARCE, J. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. **Journal of Management**. v. 15, p. 291-244, jan. 1989.

ZAJAC, E. J. Interlocking directorates as an interorganizational strategy: a test of critical assumptions. **The Academy of Management Journal**, v. 31, n. 2, 428-438, 1988.

ZALD, M, 1969, The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis, **American Journal of Sociology**, v. 75, p. 97-111, 1969.