

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

**DIVULGAÇÃO COMPULSÓRIA E SUA RELAÇÃO COM SUAVIZAÇÃO DE
RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS PARANAENSES DE ECONOMIA
MISTA**

RAFAEL FREITAS MACHADO

CURITIBA

2015

RAFAEL FREITAS MACHADO

**DIVULGAÇÃO COMPULSÓRIA E SUA RELAÇÃO COM SUAVIZAÇÃO DE
RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS PARANAENSES DE ECONOMIA
MISTA**

CURITIBA

2015

RAFAEL FREITAS MACHADO

**DIVULGAÇÃO COMPULSÓRIA E SUA RELAÇÃO COM SUAVIZAÇÃO DE
RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS PARANAENSES DE ECONOMIA
MISTA**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade - Área de concentração Contabilidade e Finanças, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná. Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto.

CURITIBA

2015

“DIVULGAÇÃO COMPULSÓRIA E A SUA RELAÇÃO COM A SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS PARANAENSES DE ECONOMIA MISTA”

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA 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 COLAUTO
COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTABILIDADE

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:



PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
PRESIDENTE



PROF.ª DR.ª MAYLA CRISTINA COSTA
MEMBRO



PROF. DR. JOSÉ ROBERTO FREGA
MEMBRO

Dedicatória

**À minha querida esposa Fabiula Eurich
Machado, pelo amor e companheirismo.
Ich liebe dich Frau Machado.**

AGRADECIMENTOS

À Deus pela vida e por mostrar o caminho certo em momentos de dúvidas.

Aos meus pais pela educação e pelos ensinamentos que carregarei durante a vida.

À minha amada esposa, Fabiula Eurich Machado, por todos os momentos, pelo apoio, pelo companheirismo, pelo incentivo em momentos de desânimo e por acreditar em mim. Du meine Seele, Du mein Herz, Du meine Woon, Du bist meine Wunder (Schumann; Bourani).

Aos meus irmãos que me acompanharam nesse processo.

Ao meu sogro, minha sogra e meus cunhados pelo apoio nessa trajetória.

Ao meu orientador professor Dr. Romualdo Douglas Colauto por ter acreditado em mim, mesmo sabendo das minhas limitações. Professor Douglas meus sinceros agradecimentos.

Aos meus colegas do Mestrado, em especial, a Daniele Bernd, Marcielle Anzilago, Flávio Mello, Mônica Campos e Patricia Lauer pelos momentos de estudo, descontração, pelos artigos e principalmente pela amizade que criamos durante esse tempo.

Aos professores Dr. José Roberto Frega e professora Dr^a Mayla Cristina Costa por aceitarem o convite para participação da minha banca, pelas críticas, sugestões e reflexões que com certeza enriquecerem esse estudo e o meu pensamento científico.

Aos professores do PPG em Contabilidade da UFPR, em especial, ao Prof. Dr. Romualdo Colauto, Prof^a. Dr^a. Márcia Espejo, Prof. Dr. Luciano Scherer, Prof. Dr. Lauro Brito e Prof. Dr. Ademir Clemente. Agradeço também aos docentes da USP, Prof. Dr. Gerlando Lima e Prof. Dr. Henrique Castro.

Ao doutorando Cláudio Marcelo Edward Barros pela ajuda nos métodos quantitativos dessa pesquisa e pelo conhecimento.

Às grandes pessoas que convivo cotidianamente Ari, Scheila, Louise, Victor e Werner. Muito obrigado por todo o apoio.

Aos meus padrinhos Evandro e Andréia pelo apoio.

Aos meus colegas de trabalho, em especial, ao Paulo, Rosicléa, Vitor e Luana.

Ao professor Dr. Valdir Michels pelo incentivo e pelos valiosos ensinamentos.

Aos meus amigos Luis Fernando Neves, Marcelo Lacerda e Tomas Drunkenmölle pelo incentivo.

“Phantasie ist wichtiger als Wissen,
denn Wissen ist begrenzt”.

Albert Einstein

RESUMO

Este estudo analisa a relação entre a divulgação compulsória de informações financeiras e a suavização de resultados contábeis em empresas paranaenses de economia mista. A argumentação teórica parte dos pressupostos da Hipótese dos Custos Políticos de Watts e Zimmerman (1978) e Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976) onde preveem que empresas que possuem maior visibilidade política, social e fiscalizadora tenderiam a adotar métodos contábeis que reduzissem a exposição pública como forma de não se envolver em processos investigatórios e minimizar conflitos de agentes. Para execução da pesquisa utiliza-se uma amostra de 34 empresas não financeiras de economia mista do Estado do Paraná. O período de análise compreendeu 4 anos, de 2010 a 2013, marcado pela convergência plena às normas internacionais de contabilidade. Como *proxy* para suavização de resultados utilizou-se a métrica de Eckel (1981) e duas métricas de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Para mensurar a divulgação compulsória, foi elaborada uma métrica composta por 54 itens de natureza obrigatória pela Lei 6404/76, sendo dividido em três categorias: Estrutura Mínima das Demonstrações (22); Informações Gerais (9); e Notas Explicativas (23). A relação entre a medida de divulgação compulsória e as medidas de suavização de resultados foram obtidas por meio da Regressão com Dados em Painel pelo método de efeitos aleatórios. Os principais achados indicam que a suavização de resultados e a divulgação compulsória não estão associados. Esperava-se que a suavização de resultados pudesse influenciar positivamente e significativamente os níveis de divulgação obrigatória das empresas de economia mista. Os resultados devem ser interpretados com precaução tendo em vista quatro razões. Primeiro, que as métricas para suavização de resultados baseiam-se em premissas subjacentes e que não estão isentas de erros de especificação ou mesmo de medida. Segundo, que a presença de suavização de resultados não significa necessariamente que é realizada de forma intencional, ou seja, pode simplesmente resultar das modificações das operações das empresas. Terceiro, pela a natureza das informações ser obrigatória, os índices de divulgação deveriam ser elevados. Por último, que poucas são as pesquisas envolvendo Sociedade de Economia Mista e suas práticas contábeis, existindo muitas oportunidades de pesquisa em empresas de economia mista.

Palavras-chave: Suavização de Resultados. Divulgação de Informações Contábeis. Empresas Estatais.

ABSTRACT

This study examines the relationship between the compulsory disclosure of financial information and the income smoothing in State-Owned companies of Paraná. The theoretical research background is based on the underlying assumptions that sustain the Hypothesis of Political Costs of Watts and Zimmerman (1978) and the Agency Theory of Jensen and Meckling (1976) which states that companies that have greater political, social and supervisory visibility, tend to adopt accounting methods that would reduce the public exposure as a way to avoid investigative processes and minimize agency conflicts. To conduct the research is used a sample of 34 non-financial companies of mixed capital of Parana state. The review period was four years, from 2010 to 2013, marked by full convergence with international accounting standards. As a proxy for income smoothing is used the metric of Eckel (1981) and two metrics of Leuz, Nanda and Wysocki (2003). To measure the compulsory disclosure, the research used a metric composed of 54 items as indicated in Law 6404/76, and then the sample is divided into three categories: Minimum structure of statements (22); General Information (9); and Notes (23). The relationship between the compulsory disclosure measure and income smoothing measures were obtained through regression with Panel Data by the method of random effects. The main findings indicate that income smoothing and mandatory disclosure are not associated. It was expected that the results of income smoothing could influence positively and significantly at some levels of the mandatory disclosure. The results should be interpreted with caution given four reasons. First, the metrics for income smoothing are based on underlying assumptions that are not free from some specific errors or even measure problems. Second, the presence of income smoothing does not necessarily mean it is performed intentionally, meaning that they may simply result from changes in business operations. Third, due to the mandatory nature of information releases, the disclosure rates should be high. Finally, there is little research involving State-Owned Companies and its accounting practices, therefore there are many research opportunities on this field.

Keywords: Income Smoothing. Disclosure of Accounting Information. State Companies.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Descrição da Amostra.....	46
Tabela 2: Distribuição da Amostra	47
Tabela 3: Teste Kuder e Richardson - 20 para métrica IDC.	57
Tabela 4: Estatística descritiva da variável Índice de Divulgação Compulsória (IDC).	58
Tabela 5: Estatística descritiva das métricas de suavização de resultados	62
Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis de controle.....	63
Tabela 7: Matriz de Correlação.	65
Tabela 8: Diagnóstico do modelo em painel.....	68
Tabela 9: Regressão com dados em painel de efeitos aleatórios.....	69

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Características de empresas públicas versus empresas de economia mista.	28
Quadro 2: Síntese dos principais itens das informações compulsórias das EEM.....	32
Quadro 3: Índice de Divulgação Compulsória (IDC) – Estrutura Mínima das Demonstrações	49
Quadro 4: Índice de Divulgação Compulsória (IDC) – Informações Gerais	50
Quadro 5: Índice de Divulgação Compulsória (IDC) – Notas Explicativas.....	50
Quadro 6: Resumo das variáveis de controle.....	52

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Fluxo dos Tipos de Suavização de Resultados.....	38
Figura 2: Estrutura da validade preditiva.....	45
Figura 3: Divulgação obrigatória por bloco de informação.....	59
Figura 4: Divulgação obrigatória por item.....	60

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ALAV	Alavancagem
AT	Ativo Total
AUD	Auditoria Independente
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CICLO	Ciclo Politico
EBTIDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EEM	Empresas de Economia Mista
ET	Exigível Total
DIOE-PR	Diário da Imprensa Oficial do Estado do Paraná
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GOV	Esfera de Governo
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IDC	Índice de Divulgação Compulsória
ISE	Índice de Suavização de Eckel
LL	Lucro Líquido
ROA	<i>Return On Assets</i>
S/A	Sociedade Anônima
SEM	Sociedades de Economia Mista
SETOR	Setor de Atuação
TAM	Tamanho da Empresa
SPSS	<i>Statistical Package Social Sciences</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	16
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	18
1.2	OBJETIVOS.....	18
1.3	HIPÓTESE DA PESQUISA.....	19
1.4	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO.....	19
1.5	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	21
1.6	ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO.....	22
2	PLATAFORMA TEÓRICO-EMPÍRICA.....	23
2.1	CARACTERIZAÇÃO DE EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA.....	23
2.2	CONFLITOS DE AGENCIA EM EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA.....	26
2.3	DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES COMPULSÓRIAS.....	30
2.4	HIPÓTESE DOS CUSTOS POLÍTICOS.....	34
2.5	SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E SUAS MOTIVAÇÕES EM EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA.....	36
2.6	MODELOS PARA DETECÇÃO DE SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS.....	40
2.7	SÍNTESE TEÓRICA.....	44
3	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	46
3.1	AMOSTRA E COLETA DE DADOS.....	46
3.2	ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO COMPUSÓRIA (IDC).....	47
3.3	VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	52
3.4	MODELOS PARA DETECÇÃO DA SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS CONTÁBEIS.....	54
3.5	HIPÓTESE DA PESQUISA.....	54
3.6	TRATAMENTO ESTATÍSTICO.....	55
3.7	LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	56
4	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	57
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	57

4.1.1 Índice de Divulgação Compulsória (IDC)	57
4.1.2 Métricas de Suavização de Resultados	61
4.1.3 Variáveis de Controle	63
4.1.4 Análise de Correlação	64
4.2 ESTATÍSTICA MULTIVARIADA	66
4.2.1 Identificação e tratamento de <i>Outliers</i>	66
4.2.2 Análise das Regressões em Painel	67
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	72
5.1 PERCEPÇÕES DO PESQUISADOR	72
5.2 SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	74
REFERÊNCIAS	75

1 INTRODUÇÃO

Com a mudança de um Estado Liberal para um Estado do-bem-estar (*welfare state*) a intervenção do Estado na economia tornou-se importante, pois, segundo economistas como Keynes, o mercado por si próprio não teria a capacidade se manter equilibrado (ABRANCHES, 1979). Dessa forma, o Estado tem utilizado principalmente a regulação e os monopólios estatais como meio de manter equilíbrio econômico e social (VILLARREAL, 1984). Nesse sentido surgem as empresas públicas e as Empresas de Economia Mista (EEM), sendo essa última, objeto desse estudo.

As empresas de economia mista possuem como características essenciais o capital majoritário público e minoritário de privados, sendo o capital por ações com controle do governo. As EEM têm sido utilizadas pelo Estado como uma forma de dividir os riscos em atividades produtivas de grande escala e que são fundamentais para a sociedade. Por essa razão essas empresas atuam em segmentos como petróleo, água e esgoto, energia elétrica, coleta de lixo entre outras (MARCOLINO, 2005; PINTO JUNIOR, 2009; SGARBI, 2011).

A estrutura de propriedade mista é um dos aspectos com maior relevância nas empresas de economia mista. Ocorrem nessas empresas conflitos advindos da sua estrutura de propriedade com a dualidade de objetivos, ou seja, a maximização do valor da empresa para o acionista e o atendimento da sua função social para a qual foi criada (ABRANCHES, 1979; PINTO JUNIOR, 2009).

Uma das formas de observar os conflitos nas empresas de economia mista é sob o ponto de vista da teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), onde afirmam que, por determinadas razões, os proprietários (principais) delegam poderes aos administradores (agentes) para gerir seus negócios. No entanto, não há garantia que os agentes irão agir de acordo com os interesses dos principais, pressupondo que os agentes possuem maiores níveis de informações em relação aos principais. Para Healy e Palepu (2001) uma forma de minimizar os potenciais conflitos de agências nas empresas é a transparência e divulgação de informações.

A divulgação de informações é comumente classificada em voluntária e compulsória, sendo que a primeira está relacionada com a pretensão dos gestores em evidenciar mais informações do que exigido legalmente. Para Güth et al. (2014) a divulgação compulsória

refere-se a aspectos de informações que devem ser divulgadas tendo em vista a obrigatoriedade regulamentar e legal.

Os órgãos reguladores e normalizadores impõem o que deve ser evidenciado, os prazos e a estrutura das informações tendo em vista a utilidade da informação para os usuários. Como as empresas de economia mista são sociedade por ações, as evidenciações compulsórias dessas empresas seguem as disposições da Lei 6.404/76. A divulgação compulsória de informações é uma forma das empresas informarem seus resultados, desempenho econômico e financeiro (WALLACE; NASER, 1995; OWUSU-ANSAH, 1998). Para Fox (2009), os benefícios da divulgação compulsória estão atrelados ao mercado de capitais, proteção de investidores, maior liquidez e também com à redução de custos políticos.

A hipótese dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978) prevê que empresas atuantes em setores com alta visibilidade social tendem a possuir maior carga de custos políticos, pois, estariam sujeitas a arcar com maiores custos em caso de se envolver em processos investigatórios. Assim, pelas empresas de economia mista possuírem gestores políticos e atuarem em segmentos de grande importância social, estariam suscetíveis a maior pressão fiscalizadora e pública.

Quando os administradores desejam minimizar as pressões exercidas pela sociedade para melhores desempenhos, os gestores podem selecionar procedimentos contábeis que modifiquem os resultados, influenciando as partes externas interessadas na informação das empresas, ou seja, gerenciando seus resultados para atingir determinado objetivo (KIM; CHUNG, 2007).

O Gerenciamento de Resultados é a seleção de procedimentos e técnicas contábeis que resultam na modificação dos resultados reportados. Martinez (2001) compila o gerenciamento de resultados em três modalidades: *Target Earnings*, *Big Bath* e *Income Smoothing*. O *Target Earnings* objetiva gerenciar os resultados para atingir uma meta, elevando ou reduzindo os lucros. O *Big Bath* é utilizado para reduzir os lucros correntes para melhorá-los nos próximos períodos. Por último, a *Income Smoothing* é a redução da variação excessiva dos resultados.

A Suavização de Resultados é a adoção de práticas que resultem na menor oscilação possível dos resultados (ECKEL, 1981). No caso das empresas de economia mista, a suavização de resultado pode ser vista como uma forma de evitar privatizações, mitigar problemas de agência e reduzir a visibilidade política, social e fiscalizadora dessas empresas (CHENG; AERTS; JORISSEN, 2010). Assim, ao optar pela prática de suavização de

resultados é também provável que as empresas de economia mista aumentem a divulgação de informações como uma forma de reduzir conflitos de agência e os custos políticos.

Com o intuito de explorar e entender as práticas das empresas de economia mista paranaense, este estudo propõe-se a investigar associação entre a divulgação compulsória e a suavização de resultados. É necessário salientar que, devido aos recentes problemas com a maior empresa de economia mista brasileira, a temática ganhou maior representatividade e expressividade nos temas relacionados com a transparência e divulgação de informações.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando o que foi exposto no item anterior, apresenta-se a questão que orienta esta pesquisa: **qual o impacto da divulgação de informações compulsórias na suavização de resultados em empresas de economia mista?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Em consonância com a questão de pesquisa, o objetivo geral deste estudo consiste em identificar associação entre a divulgação de informações financeiras compulsórias com a suavização de resultados nas empresas de economia mista do estado do Paraná, no período de 2010-2013.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Elaborar uma métrica para avaliar a divulgação de informações compulsórias das companhias paranaenses de economia mista;
- b) Identificar a evolução do índice de divulgação obrigatória;
- c) Detectar a suavização de resultados em empresas de economia mista paranaenses; e

- d) Identificar a associação entre o índice de divulgação compulsória e a suavização de resultados em companhias paranaenses de economia mista no período de 2010-2013.

1.3 HIPÓTESE DA PESQUISA

Watts e Zimmerman (1978) afirmam que empresas que atuam em ambientes sensíveis a intervenção política como os setores farmacêuticos, florestal, petróleo e gás, e o setor de serviços públicos estariam sujeitos a elevados custos políticos. Como as Empresas de Economia Mista (EEM) atuam na área de serviços públicos, possuem administração pública indireta e gerenciam recursos públicos tendem a ter maior visibilidade social e consequentemente alta carga de custos políticos.

Os custos políticos das empresas de economia mista estão associados à maior fiscalização e observação social. Com isso, podem-se presumir duas associações com a hipótese dos custos políticos. A primeira, que as empresas de economia mista estariam inclinadas a gerenciarem seus resultados demonstrando menor variabilidade dos resultados, para evitar processos de investigação e aumento de fiscalização pelos órgãos de controle social. A segunda, que as empresas de economia mista estariam inclinadas a atender os requisitos de divulgação obrigatória como uma forma de minimizar os custos políticos e reduzir a possibilidade de investigação e intervenção fiscalizadora.

Assim a hipótese metodológica para este estudo é que empresas de economia de mista que suavizam resultados contábeis tendem a aumentar o nível de divulgação das informações obrigatórias como mecanismo para redução dos custos políticos.

1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

A presença das Sociedades de Economia Mista (SEM) tem importância fundamental sob o ponto de vista econômico e social, sendo um mecanismo estratégico para o desenvolvimento e atendimento de serviços e produtos essenciais à sociedade (SIQUEIRA, 2012). Considerando a importância das EEM, fazem-se necessários estudos que avaliem práticas e procedimentos contábeis com o intuito de identificar o comportamento dos gestores e da administração destas, tendo por escopo a redução de problemas econômicos, sociais e

políticos relacionados a essas empresas, melhorando a transparência na prestação de contas à sociedade.

No Brasil, estudos sobre as empresas de economia mista regional ainda são incipientes destacando-se apenas os trabalhos de Marcolino (2005), Sgarbi (2011), Pargendler (2013) e Silva et. al. (2013) que exploraram a questão da governança corporativa e desempenho, sendo que a maioria está na área de Direito (LACOMBE, 1966; MOSCOGLIATO, 2003; BIN; CASTOR, 2007; PINTO JUNIOR, 2009; BONFIM, 2011). Em relação aos estudos: Lacombe (1966) discorreu sob a imunidade tributária; Moscoqliato (2003) discutiu a falência; Bin e Castor (2007) discutiram sobre o processo decisório no orçamento; Pinto Junior (2009) realizou um levantamento acerca do Estado como acionista controlador; e Bonfim (2011) discutiu as razões pelo interesse público nessas empresas. Diferentemente dos estudos supracitados que abordaram as empresas de economia mista apenas em aspectos teóricos, esse estudo pretende contribuir na ampliação do conhecimento sobre as práticas contábeis relacionadas com divulgação compulsória e suavização de resultados.

Einhorn (2005) considera que as pesquisas sobre a divulgação de informações concentram-se em investigar principalmente a divulgação voluntária ao invés da divulgação compulsória. O autor sugere que as pesquisas devem buscar entender as características e as razões pelas quais as empresas descumprem os requisitos de divulgação compulsória. Desse modo, espera-se que esse estudo contribua com o desenvolvimento de novas pesquisas que tenham como temática a divulgação compulsória.

Martinez (2013) considera que os estudos sobre suavização de resultados relacionados com os incentivos às partes externas concentram-se principalmente na análise das motivações alinhadas com a tributação, com isso o autor sugere a existência de campos férteis para pesquisas que investiguem as partes externas como concorrência, clientes, fornecedores, sociedade e governo. Como as empresas de economia mista fazem parte da esfera governamental, é importante explorar a suavização de resultados e se as motivações para esta prática estariam associadas na maneira em como as partes externas interessadas percebem essas empresas.

Almeja-se, quanto ao aspecto metodológico, que esta pesquisa colabore com a elaboração de uma métrica para a mensuração da divulgação de informações financeiras compulsórias e o desenvolvimento de pesquisas futuras. As métricas existentes na literatura sobre divulgação compulsória referem-se principalmente a empresas participantes do mercado

de ações, assim, salienta-se a necessidade de uma medida adequada e apropriada que possa ser utilizada para medir a divulgação obrigatória nas empresas de economia mista.

Sob o ponto de vista prático, espera-se que a pesquisa possa motivar o desenvolvimento de políticas relacionadas à fiscalização por órgãos como Tribunais de Contas, Câmaras Municipais, Assembleias Legislativas, Observatórios Sociais e demais órgãos de controle externo e social. Entende-se que o estudo também possa ser útil para as empresas de economia mista, no sentido de avaliar as políticas e as práticas de divulgação de informações compulsórias às partes externas interessadas como acionistas e à sociedade.

Por fim, este estudo é decorrente de pesquisas já desenvolvidas sobre a temática de Gerenciamento de Resultados e Divulgação de Informações Financeiras (TONIN, 2012; RIBEIRO, 2013; CONSONI, 2014) pelo Laboratório de Contabilidade Financeira do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná (UFPR) registrado no CNPq.

1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O recorte temporal definido para a coleta de dados contempla quatro exercícios sociais, compreendendo os anos de 2010 a 2013, sendo estes caracterizados pela convergência plena às Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) e a vigência das leis que alteraram a Lei 6.404/76. Esse aspecto busca abranger a adoção integral das IFRS a fim de evitar possíveis problemas relacionados à mensuração, reconhecimentos e divulgação de eventos econômicos promovidos pelas modificações das leis. É importante ressaltar que as informações compulsórias serão avaliadas apenas com base na Lei 6.404/76 e suas modificações, não compreendendo outras normativas ou leis.

A pesquisa analisa a associação entre o nível de divulgação compulsória nas empresas de economia mista e as práticas de suavização de resultado, utilizando como parâmetros os modelos de suavização de resultado proposto por Eckel (1981) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003). O último recorte consiste na investigação apenas das Empresas de Economia Mista do Estado do Paraná e as informações que foram publicadas e divulgadas no Diário da Imprensa Oficial do Estado do Paraná (DIOE-PR), sendo ele o principal e obrigatório veículo de comunicação e exposição de informações para à sociedade. A escolha das EEM do Estado do Paraná foi realizada de forma intencional, refletindo uma opção do pesquisador.

1.6 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

A pesquisa está dividida em cinco capítulos. O primeiro é a introdução, composto pelo problema de pesquisa, os objetivos gerais e específicos, hipótese da pesquisa, a justificativa, a delimitação do estudo e a organização da pesquisa.

O segundo capítulo contempla a fundamentação teórica e empírica que servirá de suporte teórico para o estudo. Inicia-se com as principais características das Empresas de Economia Mista e os conflitos de agência nessas empresas. Posteriormente são expostos aspectos sobre a divulgação de informações compulsórias, e então se discute a hipótese dos custos políticos e dos mecanismos utilizados para sua redução. Em seguida, são apresentados os aspectos conceituais do Gerenciamento de Resultado e motivações, especificamente, na modalidade de suavização de resultados (*Income Smoothing*). Por fim, são demonstrados os modelos para detecção de suavização de resultados.

No terceiro capítulo expõe-se a metodologia adotada na pesquisa relacionada à métrica de divulgação compulsória, os modelos para detecção de suavização de resultados, as variáveis, a amostra e coleta de dados, as hipóteses, os modelos e as técnicas estatísticas adotadas na pesquisa. No quarto capítulo são apresentados e discutidos os resultados do estudo relativo ao Índice de Divulgação Compulsória (IDC) e as métricas de suavização de resultado, propostas por Eckel (1981) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003). No quinto e último capítulo, apresentam-se as percepções do pesquisador e as sugestões para pesquisas futuras.

2 PLATAFORMA TEÓRICO-EMPÍRICA

Neste capítulo, são apresentados os fundamentos teóricos relevantes para compreensão da dissertação. Inicialmente caracterizam-se as empresas de economia mista. Após discute-se os conflitos de agência nessas empresas. Na sequência apresentam-se aspectos sobre a divulgação compulsória de informações e discorre-se sobre a hipótese dos custos políticos. Aborda-se também a suavização de resultados e as suas motivações. Por fim, apresentam-se os modelos para detecção das práticas suavização de resultado.

2.1 CARACTERIZAÇÃO DE EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA

Os termos *mixed enterprises* (SPENCER, 1955; MOSS, 1964; MOK; CHAU, 2003; BOGNETTI; ROBOTTI, 2007; MARRA, 2007; LONG; STÄHLER, 2009; PARGENDLER; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2013) *public-private enterprise* (WEEKS, 1969), *joint stock companies* (KYRIAZIS; METAXAS, 2011; WALKER, 1931) *state company* (COX, 2008; EICHHORN, 1991), *State-Owned Enterprise* (ODAINKEY; SIMPSON, 2013), são utilizados na literatura internacional para se referir às empresas constituídas com capital privado e governamental, denominadas de Sociedades de Economia Mista (SEM) ou Empresas de Economia Mista (EEM). Constantemente as empresas públicas e as EEM são denominadas de Empresas Estatais (BOARDMAN; VINNING, 1989; KIM; CHUNG, 2007; ZHU, 2006; ODAINKEY; SIMPSON, 2013).

As Empresas de Economia Mista tiveram origem na Alemanha sob a forma de Sociedades Anônimas como uma alternativa às Empresas Públicas (*Offenliche-Handlungs-Compagnien*) criadas no início da Idade Moderna. As Sociedades de Economia Mista tinham a participação do Estado e cidadãos com fins de colonização de outros países e regiões (CRETELLA JUNIOR, 2000). As primeiras Sociedades Anônimas chamadas de *Joint Stock Companies* foram primordialmente empresas de economia mista (SGARBI, 2011).

O surgimento das Sociedades de Economia Mista no Brasil remete à criação do Banco do Brasil em 1808 com a chegada da Coroa Portuguesa, sendo que em 1817 foi realizada a primeira oferta pública de ações no Brasil (SGARBI, 2011). As EEM ganharam maior representatividade no governo do Presidente Getúlio Dornelles Vargas com a criação da

Companhia Siderúrgica Nacional em 1941. Após essa data surgiram diversas outras companhias com a mesma estrutura de capital, a exemplo do Petróleo Brasileiro S/A, Siderúrgica de Minas Gerais S/A, Companhia Siderúrgica Paulista, Companhia Vale, Centrais Elétricas Brasileiras S/A, entre outras (PINTO JUNIOR, 2009).

A Legislação brasileira define que as Sociedades de Economia Mista são dotadas de personalidade jurídica de Direito Privado e são constituídas sob a forma de Sociedade Anônima, com a participação do Poder Público como controlador, além de ter como objeto a realização de atividades econômicas ou serviços públicos outorgados pelo Estado (MAIA, 2009; MEIRELLES; ALEXO; BURLE FILHO, 2012).

A estrutura de propriedade dessas empresas é justificada pela impossibilidade do poder público ou privado de financiar sozinho toda a atividade, ou pela divisão dos riscos com particulares garantindo o atendimento à população (SIQUEIRA, 2012). A diferença entre as empresas de economia mista e as empresas públicas é que a segunda pode assumir diferentes estruturas societárias e possuir capital integralmente público, sendo que as empresas de economia mista devem ser sociedades anônimas, por ações, podendo ser tanto de capital aberto como fechado (SGARBI, 2011).

As EEM são constituídas por meio de legislação específica e têm sido utilizadas pelo governo como uma forma administrativa para explorar atividades econômicas em grande escala mantendo o controle da gestão, o controle da concessão de atividades monopolizadas (BOGNETTI; ROBOTTI, 2007) estando as empresas presentes em todas as esferas de Governo, seja em esfera Federal, Estadual ou Municipal.

Cita-se como exemplos de empresas de economia mista Federal o Banco do Brasil e Petróleo Brasileiro S/A; na esfera Estadual do Paraná, a Companhia Paranaense de Energia, Agência de Fomento do Paraná, Companhia de Saneamento do Paraná, e na esfera Municipal Paranaense a Urbanização de Curitiba S/A, a Companhia Campolarguense de Energia e a Companhia de Serviços de Urbanização de Guarapuava. No Estado do Paraná, as EEM atuam principalmente nos setores de energia, água e esgoto, serviços financeiros, entre outros, como o desenvolvimento local, serviços urbanos e coleta de lixo.

A administração dessas sociedades é realizada por meio do Conselho de Administração e com funcionamento permanente de um Conselho Fiscal que, em sua grande maioria, não segue critérios profissionais e sim resultantes de indicações e conexões políticas (DEWENTER; MALATESTA, 2001; ANTUNES et al., 2008). As empresas de economia mista também são regidas pela Lei 6.404/76 (Lei das S.A), com destaque nos Arts. 235 a 240.

No caso de EEM de capital aberto, devem seguir as mesmas normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (BRASIL, 1976). Assim, estão sujeitas aos mesmos procedimentos de contabilidade aplicados às empresas privadas.

Em relação ao enquadramento tributário, os artigos 150 e 173 da Constituição Federal de 1988, mencionam que sociedades de economia mista não usufruem de imunidade ou isenção tributária. Para Pinto Junior (2009), a justificativa para a não imunidade tributária está contida no artigo 150, § 3, determinando que o Estado, ao explorar atividade econômica regida pelas normas aplicadas a empreendimentos privados, seja diretamente ou por meio de suas entidades indiretas, não possuirá benefícios tributários relacionados ao patrimônio, renda e serviços. Em relação à isenção tributária, o artigo 173 proíbe que as empresas de economia mista e empresas públicas tenham benefícios fiscais não extensivos às empresas privadas.

Outra característica importante das empresas de economia mista relaciona-se à licitação, contratos e contratação de pessoas. A Lei 8.666/93 estabelece as normas e critérios para licitações e contratos no âmbito da Administração Pública em geral. Pelo fato das EEM comporem a Administração Pública Indireta da esfera governamental, as licitações e contratos pertinentes às obras, serviços, compras, alienações e locações devem ser realizadas com base na lei supracitada. Em relação à contratação de pessoas, a obrigatoriedade advém da Constituição Federal, onde obriga o preenchimento do quadro permanente de pessoas dos órgãos da Administração Pública por meio de concurso público de provas e títulos.

Ressalta-se que as sociedades de economia mista são criadas por lei específica e a sua dissolução também depende de autorização legal por parte do Governo Federal, Estadual ou Municipal. Outro ponto importante, diz respeito à falência das EEM, devido à revogação do artigo 242 da Lei das S.A em 2001 pela Lei 10.303/01 excluiu-se a possibilidade de falência. Portanto, as empresas constituídas sob a forma jurídica de Economia Mista não estão sujeitas à falência e, no caso de dissolução, os bens podem ser penhorados e executados, sendo a pessoa jurídica controladora a responsável solidariamente pelas obrigações (BONFIM, 2011).

Em síntese, são estas as características peculiares das empresas de economia mista brasileira: controle pelo Estado; capital misto, sendo minoritário privado e majoritário público; exploração de objeto de interesse público; normas contábeis regidas pela Lei 6.404/76; Conselho de Administração e Fiscal eleito por meio de indicação política; compras e contratações realizadas por meio de licitação e concurso público; não existe falência nesse tipo de empresa.

2.2 CONFLITOS DE AGÊNCIA EM EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA

Para Jensen e Meckling (1976), a relação de agência surge quando um indivíduo ou um grupo de indivíduos (principal) outorgam a outro indivíduo (agente) a realização de uma tarefa ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade e poder decisório. Tanto o principal quanto o agente buscam maximizar seus benefícios próprios, levando a acreditar que o agente poderá não atuar em conformidade com os interesses do principal, gerando assim, possíveis conflitos de agência.

Costa et al. (2013) afirmam que os conflitos de agência, primeiramente relacionados com o setor privado e com finanças corporativas, são também aplicáveis ao setor público. Para os autores, a diferença na relação agente-principal da área privada e da pública, é que na primeira possui um número menor de principais, enquanto na área pública tem-se uma maior diversidade de principais (eleitores) representados pelos gestores políticos.

Como os gestores das sociedades de economia mista são eleitos por indicação política, os conflitos de agência nessas empresas possuem duas vertentes: i) a relação entre o agente administrador político e o principal - os cidadãos; e ii) a relação entre o agente administrador político e o principal - os acionistas minoritários (ANTUNES et al., 2008; NOSSA et al., 2011). A interferência política do ente controlador e dos políticos que exercem influência na administração dessas empresas pode ser uma das causas para que essas empresas não tenham eficiência no desenvolvimento de suas atividades (SGARBI, 2011).

Para Pinto Junior (2009), as razões para as empresas estatais serem menos eficientes são: i) distorções relacionadas com a natureza pública dos direitos de propriedade do Estado, que seriam mal definidos e pouco protegidos; ii) problemas de agência, típicos de empresas com capital pulverizado e EEM com acionista controlador representado por agentes que atuam de forma descompromissada com a maximização do bem estar dos acionistas; e iii) desvios de conduta típicos de gestores públicos e agentes políticos auto interessados. Percebe-se que, como pontuado por Pinto Júnior (2009), a ineficiência das EEM está relacionada principalmente com os conflitos de interesses pertinentes com a estrutura de propriedade.

Ainda, de acordo com Pinto Junior (2009), quando a doutrina jurídica atribuiu propriedade de direito privado e a aplicação da Lei das S.A para as empresas de economia mista, buscou mitigar potenciais conflitos advindos da propriedade pública nessas empresas, atribuindo maior caráter privado na tentativa de reduzir políticos interessados em benefícios próprios. Pargendler et al. (2013) sustentam que existem fortes razões para as empresas de

economia mista serem atrativas aos investidores e para a sociedade, dado o fato de que, mesmo em face a participação majoritária pública e que o incentivo para gestão eficiente seja reduzido, as empresas de economia mista têm sido uma das soluções para problemas de agência, porque possuem acionistas privados que aumentam o monitoramento das atividades empresariais dessas sociedades, mesmo que a intervenção governamental seja a maior ameaça dos acionistas minoritários. Para os autores, ao comparar as EEM que possuem acionistas privados minoritários com as empresas públicas que possuem capital total público, as entidades públicas possuem perfil nato de ineficiência, tendo em vista, que não há garantia de que o político estará atribuindo os cargos de gerência às conexões políticas mais profissionalizadas ou com maior grau de qualificação. Também não há garantia que o gestor político atuará em conformidade com os objetivos dos principais.

Diante disso, surge a Teoria da Ineficiência das empresas estatais, onde supõe-se que os agentes políticos estão interessados na maximização do bem estar próprio e dos grupos políticos vinculados, não estando preocupados com a eficiência operacional, econômica e financeira da empresa de propriedade pública (RATTNER, 1984; WERNECK, 1989; PARGENDLER et al., 2013).

No entanto, ao comparar a propriedade pública das empresas de economia com as empresas públicas, Pargendler et al. (2013) afirma que a Teoria da Ineficiência das Estatais é parcialmente refutada, quando insere-se no contexto a propriedade privada. No Quadro 1 compara-se as EEM com as empresas públicas, sob o prisma da Teoria da Ineficiência das empresas estatais em três visões: social, política e de agência.

Quadro 1: Características de empresas públicas versus empresas de economia mista.

Teoria da Ineficiência das Empresas Estatais	Características das empresas públicas	Características das empresas de economia mista
Visão Social	Resolve a dificuldade de regulamentação dos monopólios naturais. Governo auto-regula.	Governo pode auto regular, mas pode ser mais eficiente ao produzir bens (reduzir custos marginais).
	Duplo objetivo final (por exemplo, a maximização do lucro, em conjunto com outros objetivos sociais, tais como a baixa inflação ou o aumento do emprego).	Maximização do valor para os acionistas, sujeitos a interferências políticas se a empresa não estiver isolada. Conflito provável se os acionistas minoritários buscam a rentabilidade em confronto com os governos por conta dos objetivos sociais ou políticos.
	Horizonte no Longo Prazo. O Governo como investidor pode tolerar perdas (prejuízos).	Provavelmente horizonte de curto prazo, os mercados são geralmente impacientes em relação a perdas, ainda a pressão do mercado pode evitar as pressões de curto prazo, devido a ciclos políticos.
Visão Política	Nomeação de CEOs que usam outros critérios de mérito (por exemplo, conexões políticas).	Gestão profissional selecionado pelo conselho de administração. Governo tem forte influência como acionista majoritário.
	Monitoramento pobre: nenhum conselho de administração (ministério regula) ou conselho é politicamente nomeado (baixo nível de controles e comparação).	Conselho de administração pode ter alguns membros independentes e alguns nomeados políticos; dependendo do número, ele pode atuar como um contrapeso ao governo e ao CEO. No entanto, o governo pode indicar os conselheiros.
	Governo usa estatais para suavizar os ciclos de negócios (por exemplo, a contratação de mais ou menos trabalhadores do que o necessário).	Efeito é reduzido se a empresa está isolada de intervenção política.
	Restrição orçamentária suave (<i>bailouts</i>).	Não há risco claro de falência.
Visão de Agência	A administração tem incentivos de baixa potência.	Pagamento por desempenho dos contratos, bônus e opções de ações é mais provável.
	Difícil medir o desempenho social e político (indicadores financeiros não são suficientes).	Os preços das ações e índices financeiros como métricas de desempenho. A satisfação do cliente e <i>feedback</i> para medir a qualidade de bens e / ou serviços.
	Nenhuma punição clara para os gestores que estejam abaixo da performance esperada.	Conselhos podem demitir gestores que estejam abaixo da performance esperada.
	Ministérios e agências com fracos incentivos para monitoramento.	Conselhos podem demitir gestores que estejam abaixo da performance esperada.
	Sem transparência: informações financeiras incompletas.	Melhoria da transparência; normas contábeis GAAP ou IFRS.
	Conselhos vinculados com políticos ou burocratas (exacerba intervenção política e linha de baixo duplo).	Quadros como diretores de CEO (monitoramento / punição).

Fonte: Pargendler et al (2013).

Na Visão Social, o governo pode regular as atividades em empresas públicas e nas empresas de economia mista. No entanto, as EEM podem ser mais eficientes do que as

empresas públicas por conseguirem reduzir custos marginais do negócio tendo em vista as regras dessas companhias serem mais flexíveis nas compras e aquisições de bens e serviços. Em relação aos resultados, as empresas públicas podem tolerar perdas, enquanto nas EEM os acionistas privados dificilmente aceitam prejuízos e aumentam a cobrança em termos de retornos dos investimentos (PARGENDLER ET AL., 2013).

Na Visão Política, as empresas públicas possuem como principais características a nomeação do Presidente da empresa por critérios de conexão políticas, pouco monitoramento das atividades, restrições orçamentárias e utilização dessas empresas com forma de políticas governamentais. Já nas empresas de economia mista, o Presidente é eleito por Conselho de Administração, podendo ou não possuir conexões políticas, maior monitoramento advindo da propriedade privada e redução de restrições orçamentárias (PARGENDLER ET AL., 2013).

Em relação à Visão de Agência as empresas de economia mista possuem sob a ótica da eficiência diversas vantagens em relação às empresas públicas: (1) os administradores das EEM são remunerados em alguns casos por desempenho dos contratos, bônus e opções de ações, enquanto nas empresas públicas a remuneração geralmente é fixa, independentemente dos resultados apresentados; (2) a mensuração do desempenho apresentado pelas empresas de economia mista pode seguir métricas convencionais, à medida que nas empresas públicas o desempenho é relacionado com os objetivos sociais e políticos com difícil quantificação; (3) nas empresas públicas ao incorrer problemas relacionados com os gestores, as punições são pouco claras e nas EEM pode-se recorrer a demissões se deliberado pelo Conselho de Administração; (4) a transparência e divulgação de informações nas EEM seguem os mesmos padrões das empresas privadas como adoção das IFRS, ao passo que nas empresas públicas as normas aplicáveis ainda seguem padrões nacionais e contêm informações pouco úteis a tomada de decisões (PARGENDLER ET AL., 2013).

Em síntese, os conflitos de agência das empresas de economia mista advêm da sua estrutura de propriedade pública, onde gestores políticos exercem a administração como indicados pelo controlador. A Teoria da Ineficiência das Estatais atribui à estrutura de propriedade pública em função do potencial gerador dos conflitos de agência nas empresas estatais, onde os gestores políticos estariam interessados na maximização de benefícios particulares em vez de atender os objetivos da empresa. No caso das empresas públicas, onde o capital é integralmente público, esses conflitos são acentuados, sendo que, em contrapartida, são reduzidos nas empresas de economia mista pela participação privada. Com a intenção de minimizar os conflitos de agência entre o ente controlador, fiscalizadores e acionistas

minoritários, dispositivos são utilizados como o maior monitoramento dos negócios da companhia por meio da divulgação de informações financeiras.

2.3 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES COMPULSÓRIAS

Existem diferenças substanciais na forma como os países regulam a divulgação financeira das empresas (listada ou não na bolsa de valores), normalmente por meio da publicação de seus resultados e do desempenho econômico e financeiro. Nos Estados Unidos, Japão e alguns outros países, a maioria das empresas, independentemente do seu tamanho, não são obrigadas a divulgar informações financeiras. Contudo, na União Europeia, todas as empresas são obrigadas a publicar seus resultados, sejam de capital aberto ou fechado (ARRUÑADA, 2011). No Brasil, apenas as Sociedades Anônimas são obrigadas ao reporte das demonstrações financeiras, incluindo as empresas de economia mista.

Owusu-Ansah (1998) e Wallace e Naser (1995) consideram a divulgação como uma forma de comunicação de informações econômicas, financeiras ou não financeiras, quantitativas e/ou qualitativas, relativa à situação financeira da empresa e desempenho. Estas divulgações podem trazer algumas vantagens para as empresas, tais como o aumento da liquidez de ativos, atração de mais investidores devido ao aumento da confiança nas operações de mercado (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991). Segundo Healy e Palepu (2001), além destas vantagens, ainda há melhora na descoberta de preços nos mercados financeiros e mitigação de conflitos de agência decorrentes da assimetria de informação. Desta forma, com a divulgação de informações melhora-se a reputação no mercado, a liquidez das ações, reduz-se a intervenção regulatória e os custos políticos (ENTWISTLE, 1997).

O conjunto total de divulgação de informações é classificado na literatura contábil como voluntária e compulsória (LIMA, 2007). A divulgação voluntária refere-se às informações que não são exigidas pela legislação; em contrapartida, a divulgação compulsória refere-se às informações que são fixadas pelas autoridades reguladoras, que impõem regras às empresas para que divulguem determinadas informações.

A divulgação compulsória, foco deste estudo, refere-se aos aspectos e informações que devem ser publicadas como consequência de disposições legais ou estatutárias, do mercado de capitais, da Comissão de Valores Mobiliários. O objetivo da divulgação obrigatória é satisfazer as necessidades informacionais dos usuários, garantindo o controle de qualidade das

divulgações conforme as leis e observância de padrões (ADINA; ION, 2008; GÜTH et al., 2014).

A divulgação obrigatória procura promover transparência corporativa, exigindo que os agentes divulguem informações, que poderiam estar inclinados a não divulgar (FOX, 2009). Para Brown, Goetzmann e Liang (2008), Adina e Ion (2008) a divulgação compulsória permite que os participantes de mercado, sejam eles investidores, analistas ou outros usuários da informação contábil, tenham condições de avaliar o desempenho de uma empresa sem de fato constranger os gestores.

A obrigatoriedade das empresas de informar as partes interessadas sobre a situação econômica, financeira e patrimonial da companhia é um dos aspectos de maior relevância da divulgação. As empresas devem preparar e divulgar informações com maior completude possível e em tempo legalmente hábil para manter sua fidedignidade (CHOUDHARY; SCHLOETZER; STURGESS, 2013). Em relação à conformidade legal da divulgação compulsória, as empresas de economia mista devem evidenciar as mesmas informações que as Sociedades Anônimas privadas, ou seja, devem seguir os ditames da Lei 6.404/76. No Quadro 2 apresenta-se uma síntese dos principais itens de divulgação obrigatória para as empresas de economia mista com base na Lei 6.404/76.

Quadro 2: Síntese dos principais itens das informações compulsórias das EEM.

Item	Aspectos principais	Lei
Balanço Patrimonial	Os Ativos classificados em Circulante e Não Circulante (subdividido em Realizável a Longo Prazo, Investimentos, Imobilizado e Intangível).	11.941/09
	Passivos classificados em Circulante e Não Circulante	11.941/09
	O Patrimônio Líquido classificado em Capital Social, Reserva de Capital, Ajustes de avaliação patrimonial, Reservas de Lucros, Ações em Tesouraria e Prejuízos Acumulados	11.941/09
Demonstração dos Fluxos de Caixa	Obrigatória para as Companhias de Capital Aberto e empresas com Patrimônio Líquido Superior a 2 (dois) milhões de reais na data do Balanço.	11.638/07
Demonstração Valor Adicionado	Obrigatória para Companhias Abertas.	11.638/07
Demonstração do Resultado do Exercício	Extinto o grupo de receitas e despesas não operacionais e saldo da conta de correção monetária.	11.638/07
Notas Explicativas	Obrigatoriedade de informações sobre base de preparação das Demonstrações, práticas contábeis e aspectos considerados relevantes para a administração.	11.941/09
Publicação das Demonstrações Financeiras	Deverão ser publicadas no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal e em outro jornal de grande circulação onde a sede da Companhia esteja localizada.	6.404/76

Fonte: Lei 6.404/76 alterada pelas leis 11.638/07 e 11.941/09.

Como se observa, as empresas de economia mista devem seguir uma estrutura mínima para o Balanço Patrimonial, Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado, Demonstração do Resultado do Exercício. As empresas devem também informar em Notas Explicativas a base de preparação das Demonstrações Contábeis, as práticas contábeis adotadas e outras informações que a administração não tenha apresentado em nenhuma outra parte do reporte financeiro e que seja relevante para avaliação da situação financeira e patrimonial das companhias.

Outro aspecto importante do *disclosure* obrigatório refere-se à publicação das Demonstrações Financeiras no órgão oficial da União, do Estado ou do Distrito Federal e em jornais de grande circulação localizados na região da sede social da companhia. No caso das empresas de economia mista do Estado do Paraná, o órgão oficial estadual é o Departamento da Imprensa Oficial do Estado do Paraná.

Ainda em relação à conformidade legal das informações de natureza compulsória, Choudhary, Schloetzer e Sturgess (2013) realizaram um estudo onde classificam as pesquisas sobre divulgação compulsória em três taxonomias: completude, oportunidade e a leitura. A completude refere-se ao nível de cumprimento às normas e requisitos de divulgação reportados; a oportunidade (pontualidade) investiga se os relatórios financeiros foram publicados no prazo legalmente previsto; e a leitura relaciona-se com a facilidade e grau de compreensibilidade das Demonstrações Financeiras.

Maia (2009) analisou a completude das informações obrigatórias no Banco do Nordeste do Brasil. O estudo identificou que após as alterações na Lei das S.A introduzidas pelas leis 11.638/07 e 11.941/09, nem todos os requisitos de evidenciação obrigatória foram cumpridos, sem justificativa dos gestores para o não atendimento integral das normas. Bryant-Kutcher, Peng e Zvinakis (2007) analisaram o grau de pontualidade dos relatórios financeiros em empresas dos Estados Unidos e encontraram evidências de um menor atendimento aos prazos legais por empresa menor, com reduzido desempenho financeiro e menor alavancagem. Os resultados sugerem que essas empresas, em muitos casos, não estariam preocupadas com o aumento de visibilidade perante aos órgãos fiscalizadores.

A completude, a pontualidade e a legibilidade das informações seguem diretrizes dos órgãos elaboradores das políticas de evidenciação. Na elaboração das políticas de divulgação compulsória, o órgão emissor de normas pode direcionar a confecção das regras com a finalidade de proporcionar informações para determinados usuários como investidores, credores, governo entre outros (BERTOMEU; MAGEE, 2013).

Bertomeu e Magee (2013) examinaram a existência de uma política de divulgação obrigatória que atenderia um grupo de usuários específicos ou aos usuários em geral. Os resultados do estudo sugerem que a divulgação compulsória tende a ser assimétrica em dois aspectos: i) divulgação de peças contábeis com carência de informações relevantes; ii) favorecimento de grupos específicos, mesmo que as informações sejam pouco úteis aos usuários em geral.

As pesquisas sobre a divulgação compulsória relacionam-se com aspectos do reporte financeiro como a completude, oportunidade e leitura das informações. Ressalta-se que o objetivo da divulgação de informações obrigatórias é informar aos usuários externos sobre a situação da empresa, não interferindo assim na relação entre os gestores e os usuários da informação. Os benefícios relacionados com a divulgação compulsória estariam relacionados com melhor liquidez de mercado, redução do custo de capital, e diminuição da assimetria

informativa, além da redução de incertezas relacionadas aos negócios e ainda da redução dos custos políticos.

2.4 HIPÓTESE DOS CUSTOS POLÍTICOS

Os principais benefícios da evidência de informações compulsórias geralmente estão relacionados com o mercado de capitais e a proteção a investidores. No entanto, Fox (2009) acredita que o paradigma associado com a divulgação de informações contempla vantagens sociais como a alocação mais eficiente de recursos na economia, liquidez, redução do custo de capitais e diminuição de custos políticos.

Watts e Zimmerman (1978) mencionam que em relação à hipótese dos Custos Políticos, pressupõe-se que as empresas, por serem especialmente sujeitas à transferência de riqueza pelo governo, em função da tributação, tarifação ou regulamentação, tendem a influenciar as autoridades governamentais e reguladoras que possam afetar essas empresas. A interferência do governo nas atividades empresariais cria incentivos por parte das empresas para realizar *lobby* à nacionalização, expropriação, ou regulamentação de um setor. Com isso, as empresas utilizam uma série de dispositivos, tais como campanhas de responsabilidade social, *lobbying* junto ao governo e seleção de procedimentos contábeis para minimizar lucros reportados, com a intenção de reduzir a intervenção governamental e a visibilidade política.

De acordo com Holthausen e Leftwich (1983), a visibilidade política das empresas é afetada por seus números contábeis reportados e estes números modificam a visão de investidores, políticos, sociedade e outros usuários da informação, sendo que o tamanho da empresa e a regulação estão relacionados com os custos políticos. Watts e Zimmerman (1978), afirmam que a magnitude dos custos políticos é altamente dependente do tamanho da empresa e os setores com alta regulação ou em atividades monopolizadas são politicamente sensíveis e, conseqüentemente, tenderiam a relatar menores resultados com a intenção de reduzir a atenção pública.

Diversos estudos utilizam o tamanho da firma, representado principalmente pelo Ativo Total, (KIRCH; TERRA; LIMA, 2012; RIBEIRO, 2013; SANTOS; CAVALCANTE; RODRIGUES, 2013; CONSONI, 2014), Receitas (CASTRO; MARTINEZ, 2009; COSTA; SILVA; LAURENCEL, 2013) ou Patrimônio Líquido (LOPES, 2012) como *proxy* para detectar os custos políticos. Embora Cahan (1992) advirta que os custos políticos sejam de

difícil mensuração e detecção, tendo em vista múltiplos fatores que afetam as empresas como regime legal, tributação, setor de atuação entre outros.

Key (1997) defende que estudos sobre custos políticos que utilizam o setor de atuação das empresas, fornecem melhores evidências a respeito da validade empírica da hipótese dos custos políticos do que dos estudos baseados em *proxies* como tamanho da empresa, não que tais estudos sejam inválidos, mas que estes devem ser interpretados com cautela.

Várias pesquisas investigaram os custos políticos em diferentes campos sujeitos à regulação e atenção social, tais como: o setor de televisão à cabo (KEY, 1997), seguradoras (GRACE; LEVERTY, 2010); papel e celulose (PAGLIARUSSI et al., 2011); petrolíferas (HAN; WANG, 1998; SANTOS, 2012); eletricidade e água (BEEKES, 2003); financeiras (CUNHA et al., 2010); químicas (CAHAN; CHAVIS; ELMENDOR, 1997); e empresas de economia mista (CHENG; AERTS; JORISSEN, 2010).

Pinto Júnior (2009) e Sgarbi (2011) constataram que os custos políticos das empresas de economia mista envolvem sua elevada visibilidade social, política e fiscalizadora. A visibilidade social dessas empresas está no fato de desenvolverem atividades econômicas outorgadas pelo Estado, que em muitos casos são essenciais para a sociedade como coleta de lixo, água e esgoto, energia elétrica entre outras de grande importância social.

Estes mesmos autores afirmam, ainda que, em relação a exposição política, as EEM possuem administradores indicados politicamente, podendo atrair com isso maior atenção de políticos da oposição que estariam interessados em avaliar o desempenho da administração como forma de detectar falhas. Por fim, as empresas de economia mista gerenciam recursos públicos e em alguns casos desenvolvem atividades reguladas, assim a visibilidade fiscalizadora está na obrigatoriedade de prestação de contas aos Tribunais de Contas, Câmaras Municipais, Assembleias Legislativas e cumprimento de normas das agências regulatórias. Uma potencial forma de reduzir os custos políticos das EEM seria o atendimento das normas e aumento da transparência perante a sociedade, por meio da divulgação de informações.

As empresas aumentam o nível de divulgação de informações quando estão interessadas na redução de custos políticos relacionados à intervenção política e regulatória do Estado; especialmente em ambientes políticos as organizações podem aumentar a evidência contábil melhorando a imagem da entidade (SALAMON; DHALIWAL, 1980; BEUREN; SÖTHER, 2009).

Beuren e Söthe (2009) investigaram a relação entre a redução de custos políticos e a divulgação de informações da Administração Pública Direta estadual do sudeste brasileiro.

Encontraram evidências de que os gestores públicos não atendem de forma integral a divulgação compulsória; que os agentes públicos não priorizam a redução dos custos políticos e legitimação de seus atos perante a sociedade. Posteriormente, Araújo, Lagioia e Miranda (2014) analisaram os governos do nordeste e Avelino, Colauto e Cunha (2012) investigaram os maiores municípios do Estado de Minas Gerais. Ambos encontraram resultados semelhantes ao estudo de Beuren e Söthe (2009).

Além do aumento do nível de *disclosure* de informações obrigatórias, as empresas utilizam mecanismos contábeis para reduzir a variabilidade dos resultados, atraindo menor atenção ou mesmo fornecendo melhor visão dos riscos atrelados aos negócios (WATTS; ZIMMERMAN, 1978). Para isso, os gestores adotam diversos procedimentos contábeis, entre eles intervenções no processo de geração da informação financeira, com a intenção de influenciar os usuários da informação.

A hipótese dos custos políticos fornece uma explicação sobre o comportamento dos gestores quando estes estão expostos social e governamentalmente. A sociedade e o governo exercem pressão nas empresas para que estas cumpram as obrigações legais e sociais. No entanto, a pressão exercida pode ser uma forma de incentivar as empresas a divulgarem todas as informações exigidas na lei e forçá-las a adotarem procedimentos que reduzam a variabilidade dos resultados como um mecanismo de redução dos custos políticos que são gerados em processo investigatórios.

A intervenção proposital dos gestores no processo de informação financeira com a intenção de modificar os resultados da empresa para atingir seus objetivos, é conhecida na literatura financeira como Gerenciamento de Resultados. Evidências empíricas indicam que os gestores utilizam o gerenciamento de resultados como uma forma de reduzir custos políticos (GODFREY; JONES, 1999).

2.5 SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E SUAS MOTIVAÇÕES EM EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA

A relação entre os gestores (político) e o principal (cidadãos, acionista minoritário) constitui um potencial problema de assimetria informacional onde, primeiramente, não há garantia de alinhamento de interesses e, segundo, os gestores políticos possuem nível muito maior de informações do que os principais (CAVALCANTE; LUCA, 2013). Dessa forma, os

gestores podem usar seu poder discricionário para gerenciar os resultados reportados, podendo usufruir de benefícios privados da informação com o intuito de maximizar os interesses próprios e atingir seus objetivos. Schipper (1989) afirma que é condição necessária para o gerenciamento de resultados a presença de assimetria informacional entre principal e agente.

O Gerenciamento de Resultados é tema amplamente discutido e objeto de diversos estudos, abordado sob diferentes metodologias e pontos de vista (MARTINEZ, 2013; CONSONI, 2014). Schipper (1989) define o Gerenciamento de Resultados como a intervenção realizada de forma proposital no processo de informação financeira externa com a intenção de obter algum benefício privado. A intervenção na informação é realizada pelos gestores que, segundo Healy e Wahlen (1999), usam do seu poder discricionário para influenciar as partes interessadas, relacionadas ao desempenho da empresa ou dar cumprimento às cláusulas contratuais que baseiam-se em números contábeis.

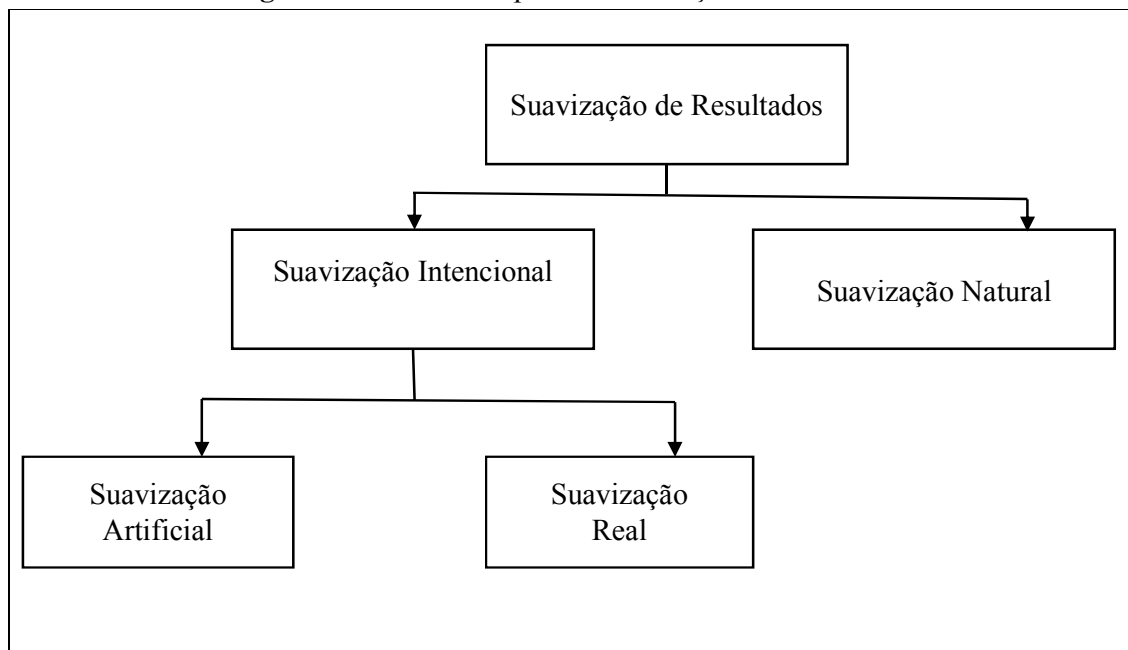
O Gerenciamento de Resultados pode ser classificado em duas categorias: gerenciamento dos *accruals* e a manipulação real das atividades. O primeiro envolve, dentro dos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) ou dentro das Normas Internacionais de Contabilidade, escolhas contábeis que tendem a esconder ou distorcer o verdadeiro desempenho econômico, enquanto que o gerenciamento real das atividades ocorre quando os gerentes alteram o tempo ou estruturação de uma operação, investimento e/ou financiamento de uma transação de forma a influenciar as informações que serão divulgadas pela contabilidade (DECHOW; SKINNER, 2000; ROYCHOWDHURY, 2006; KUMARI; PATTANAYAK, 2014).

Martinez (2001) afirma que o Gerenciamento de Resultados no sentido amplo do termo, pode ser dividido em três modalidades i) *Target Earnings*, ii) *Income Smoothing* e iii) *Big Bath*. Na modalidade *Target Earnings* (Lucro Alvo), os resultados são gerenciados para aumentar ou diminuir os lucros atingindo uma meta estabelecida, seja superior ou inferior ao do período. No *Big Bath*, os resultados são gerenciados com a intenção de reduzir os lucros correntes, com o intuito de melhorá-los em períodos futuros. Em relação ao *Income Smoothing* (Suavização ou Alisamento de Resultados), o gerenciamento acontece para reduzir a variabilidade dos resultados, evitando assim oscilações excessivas.

A Suavização de Resultados é a adoção de práticas contábeis por parte dos gestores que diminuam as oscilações que ocorrem nos lucros ao longo de períodos contábeis. (MICHELSON; JORDAN-WAGNER; WOOTTON, 1995). A Suavização de Resultados,

segundo Eckel (1981) é dividida em Suavização Natural e a Intencional. A Intencional é subdividida em Artificial e Real. Na Figura 1 apresenta-se um fluxo dos tipos de Suavização de Resultado.

Figura 1: Fluxo dos Tipos de Suavização de Resultados.



Fonte: Eckel (1981, p. 29).

Para Eckel (1981), a Suavização Natural está relacionada com o processo de geração de resultados da empresa, produzindo efeitos de suavizados. Martinez (2001) afirma que a Suavização Natural acontece porque as empresas possuem operações que, com o passar do tempo, atingem uma estabilidade, fazendo com que os resultados tornem-se cada vez mais estáveis, com a tendência natural de apresentar características de suavizadas. Em outras palavras, Belkaoui (2003) confirma que a suavização natural é relacionada com as operações da empresa, derivando de ações tomadas pelos gestores em função do processo de geração de resultados.

Eckel (1981) expõe que a Suavização Intencional é resultado das ações tomadas pelos administradores relacionadas com práticas para a obtenção de resultados convergentes com seus objetivos. O autor subdivide a Suavização Intencional em Real e Artificial. A Suavização Real está relacionada com decisões econômicas tomadas pelos gestores, por exemplo, o aumento de gastos com treinamento, publicidades ou venda de ativos reais da empresa. Contudo, a Suavização Artificial está vinculada com os processos de escolhas contábeis no reconhecimento de receitas e despesas ou à classificação das contas nos resultados produzindo menores oscilações em medidas como EBTIDA.

A Suavização de Resultados pode ser vista como algo positivo às partes externas interessadas, tendo em vista que pode permitir relatórios mais informativos e a sinalização dos resultados futuros, além de evitar surpresas a investidores mais conservadores avessos ao risco (MARTINEZ, 2001; MATSUURA, 2008).

As motivações para a prática de Suavização de Resultados estão relacionadas com redução do custo de capital de terceiros (TRUEMAN; TITMAN, 1988; CASTRO; MARTINEZ, 2009), redução de risco de investimentos (MOYER; SHEVLIN, 1995), melhores *Rating* das empresas (MARTINEZ; CASTRO, 2011; TONIN, 2012) e melhor visibilidade social diante de pressões exercidas externamente por sindicatos (GODFREY; JONES, 1999) e órgãos reguladores e fiscalizadores (HAN; WANG, 1998; MAKAR; ALAM, 1998; GRACE; LEVERTY, 2010).

No contexto das empresas de economia mista, as principais disposições para a suavização estão relacionadas com: i) conflitos de agência advindos da estrutura de propriedade pública e privada; ii) evitar privatizações; e iii) redução de custos políticos aos órgãos de controle externo e social. Flutuações excessivas nos resultados das empresas de economia mista poderiam atrair a atenção dos acionistas minoritários, incentivar privatizações e desencadear processos investigatórios (CHENG; AERTS; JORISSEN, 2010).

Yang, Murinde e Ding (2010) analisaram a Suavização de Resultados nas empresas chinesas listadas na Bolsa de Valores de Shangai e Shenzhen no período de 1999 a 2006. Os resultados indicaram que empresas estatais, onde o acionista controlador é o Estado, tendem a ter maiores níveis de suavização de resultados se comparadas com empresas privadas. Segundo os autores, a possível explicação para o fenômeno estaria relacionada com conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários e a forte intervenção do governo chinês nas empresas, quando apresentam variações excessivas. Liu e Lu (2007) afirmam que o conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários são responsáveis por uma parcela significativa de gerenciamento de resultados.

Cheng, Aerts e Jorissen (2010) analisaram a Suavização de Resultados em empresas chinesas de economia mista no período de 2002 à 2005, e apontam que empresas chinesas consideradas de grande porte e as controladas pelo Estado, são mais sensíveis a relatar oscilações nos resultados, incentivando os gestores a utilizar a prática de suavização de resultados, como forma de minimizar a atenção pública e desencadear processos investigatórios.

Existem também as motivações para suavização de resultados com a intenção de evitar privatizações, como sugerem Kim e Chung (2007), pois as empresas de economia mista podem seguir políticas futuras de privatizações que, em muitos casos, são justificadas pelo baixo desempenho econômico financeiro; assim, as empresas de economia tenderiam a relatar desempenho razoável, interferindo no processo de informações financeiras com a intenção de divulgar resultados estáveis.

Sob o ponto de vista dos custos políticos, alguns setores e ambientes são sensíveis à fiscalização e intervenção política, como é o caso das empresas de economia mista, sendo suscetíveis a suavizar os resultados como um mecanismo de reduzir custos políticos. (GODFREY; JONES, 1999; YANG; CHI; YOUNG, 2012).

Em síntese, a suavização de resultado tem origem nos problemas de assimetria informacional entre os agentes e o principal, sugerindo que os agentes podem usar seu poder discricionário para atingir determinado objetivo. Nas empresas de economia mista, supõe-se que a suavização de resultados seja utilizada como uma forma de administrar conflitos de agência como distribuição menos variável de resultados, evitar a crescente estratégia de privatizações e principalmente como redução dos custos políticos atrelados a percepção pública, social e fiscalizadora.

2.6. MODELOS PARA DETECÇÃO DE SUAUIZAÇÃO DE RESULTADOS

Martinez (2013) aponta que os principais modelos para detecção de suavização de resultados utilizados em estudos baseiam-se no modelo proposto por Eckel (1981), e nos modelos de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), sendo amplamente utilizados tanto em pesquisas internacionais (MICHELSON; JORDAN-WAGNER; WOOTTON, 1995; BOOTH; KALLUNKI; MARTIKAINEN, 1996; BIN; WAN; KAMIL,2000; BAO; BAO, 2004; CAHAN; LIU; SUN, 2008) quanto em nacionais (LOPES; TUKAMOTO, 2007; CASTRO; MARTINEZ, 2011; ALMEIDA et al., 2012; TONIN, 2012; RIBEIRO, 2013).

No modelo de Eckel (1981) assume-se basicamente que as vendas e os custos possuem tendência natural de aumentar e diminuir proporcionalmente ao tempo. Se essa condição não ocorrer haverá indícios que os administradores estão suavizando os resultados. Para elaboração do modelo, Eckel (1981) considera teoricamente quatro premissas: (1) o lucro é uma função linear das vendas; (2) os custos variáveis tendem a ser estáveis com o passar do

tempo; (3) os custos fixos não podem reduzir-se entre um período atual e o subsequente, podendo manter-se estáveis ou aumentar apenas; e (4) as vendas brutas não podem ser suavizadas artificialmente. Assim, expressa-se as três primeiras premissas da seguinte forma:

$$L = V - CV - CF \quad (1)$$

$$CV_{t+1} \geq CV_t \geq 0 \quad (2)$$

$$CF > 0; \text{ e } CF_{t+1} \geq CF_t \quad (3)$$

Em que,

L=Lucro;

V= Vendas;

CV= Custos Variáveis;

CF= Custos Fixos.

Considerando que as vendas brutas não podem ser suavizadas artificialmente e que o lucro está em função das vendas (Equação 1); os custos variáveis são constantes temporalmente (Equação 2); e que os custos fixos não podem ser reduzidos (Equação 3); assume-se que o coeficiente de variação das receitas é menor que o coeficiente dos lucros e que a empresa estaria alisando seus resultados como demonstrado a seguir:

$$CV\Delta\% \text{Lucro} \leq CV\Delta\% \text{Vendas} = \text{Suavização de resultados} \quad (4)$$

Em que,

$CV\Delta\% \text{Lucro} = \text{Oscilação anual do lucro } [\text{Lucro líquido}_t - \text{Lucro líquido}_{t-1}] / \text{Lucro Líquido}_t$, $CV\Delta\% \text{Vendas} = \text{Oscilação anual das vendas } [\text{Receita}_t - \text{Receita}_{t-1}] / \text{Receita}_t$;

Estudos têm operacionalizado o raciocínio de Eckel (1981), por meio de um índice adimensional (MICHELSON, JORDAN-WAGNER, WOOTTON, 1995; BOOTH, KALLUNKI, MARTIKAINEN, 1996; BAO, BAO, 2004; CASTRO; MARTINEZ, 2009, TONIN, 2012, RIBEIRO, 2013), onde considera a razão entre o coeficiente de variação do lucro com o coeficiente de variação das vendas.

$$ISE = \frac{CV\Delta\%LL}{CV\Delta\%V} \quad (5)$$

Em que,

ISE = Índice de Suavização pela métrica de Eckel (1981);

$CV\Delta\%LL = \text{Coeficiente de variação do lucro líquido em percentual}$;

$CV\Delta\%V$ = Coeficiente de variação das vendas em percentual;

Para Castro e Martinez (2009) se os resultados encontrados para ISE forem inferiores a 1 (um) em valor absoluto, demonstram a presença de suavização de resultados, tendo em vista que o coeficiente de variação dos lucros seria menor que ao das vendas e que os gestores estariam suavizando resultados de maneira intencional.

Nos principais estudos anteriores sobre suavização de resultados (MICHELSON; JORDAN-WAGNER; WOOTTON, 1995; BOOTH; KALLUNKI; MARTIKAINEN, 1996; BAO; BAO, 2004; CASTRO; MARTINEZ, 2009; TONIN, 2012), as empresas foram segregadas de maneira qualitativa sendo que empresas com coeficientes abaixo de 1 (um) eram consideradas como suavizadoras e superior como não suavizadoras. Ribeiro (2013), utilizou o coeficiente de variação de Eckel (1981) como uma métrica convencional, em termos quantitativos, não separando as empresas em suavizadoras e não suavizadoras. Nessa mesma lógica o coeficiente de variação de Eckel (1981), neste estudo, será tratado como uma métrica convencional.

A justificativa para tratar o coeficiente como uma métrica convencional é que, ao considerar a separação entre empresas suavizadoras e não suavizadoras, trata-se as companhias em um mesmo nível, podendo distorcer algumas conclusões, pois empresas com índices de 1,2 e 10,9 seriam classificadas em uma mesma categoria, sem considerar a intensidade da suavização (RIBEIRO, 2013).

Outras métricas utilizadas para capturar a suavização de resultados foram formuladas por Leuz, Nanda, Wysocki (2003), com a intenção de analisar a suavização de resultados com a proteção do investidor em 31 países, onde os autores formularam quatro métricas. Para esse estudo são utilizadas as métricas EM1 e EM3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). No entanto, a métrica EM2 não foi utilizada pois não há dados temporais suficientes para o cálculo da correlação entre o *accruals* totais com o fluxo de caixa operacional. Em relação à métrica EM 4, o seu cálculo envolve outro tipo de investigação que não está no escopo dessa pesquisa, pois o objetivo não é analisar como os gestores usam a flexibilidade das normas para gerenciar resultados ou a influência das normas contábeis no gerenciamento de resultados e sim a influência da suavização na divulgação de informações

A primeira métrica (EM1) tem por objetivo verificar as variações no desempenho econômico e escolhas da divulgação de informação financeira. As variações são representadas pela razão do desvio-padrão do Lucro Operacional pelo desvio-padrão do Fluxo de Caixa

Operacional, ambos divididos pelos ativos totais do período anterior (LOPES; TUKAMOTO, 2007).

$$EM1 = \frac{\sigma(\text{LOp})}{\sigma(\text{FCO})} \quad (6)$$

Em que,

EM1 = Métrica de suavização nº 1;

$\sigma(\text{LOp})$ = desvio-padrão do lucro operacional;

$\sigma(\text{FCO})$ = desvio-padrão do fluxo de caixa operacional.

Para Lopes e Tukamoto (2007), essa medida informa os níveis que os gestores diminuem a variabilidade dos resultados reportados com a intenção de manter níveis estáveis de desempenho. A terceira métrica (EM3) tem por objetivo detectar o poder discricionário dos gestores na divulgação dos resultados, utilizando a magnitude dos *accruals* como indicativo para suavização (LOPES; TUKAMOTO, 2007).

$$EM3 = \frac{|\text{AT}|}{|\text{FCO}|} \quad (8)$$

Em que,

EM3 = Métrica nº 3 de suavização de resultados;

$|\text{AT}|$ = valor absoluto dos *accruals* totais em tempo t;

$|\text{FCO}|$ = valor absoluto do fluxo de caixa operacional em tempo t.

A métrica EM3 tem a capacidade de identificar a discricionariedade dos gestores com o intuito de identificar o desempenho econômico incorreto da empresa (LOPES; TUKAMOTO, 2007).

Martinez (2013) adverte que ao adotar as métricas como as de Eckel (1981) e de Leuz, Nanda, Wysocki (2003) para detectar a suavização de resultados deve-se tomar alguns cuidados em razão de que resultados alisados não significam propriamente a presença de Gerenciamento de Resultados. Em outras palavras, deve-se compreender que as métricas desenvolvidas baseiam-se em premissas e que ao utilizar determinada métrica pode-se incorrer em interpretações errôneas, principalmente porque as estruturas operacionais das empresas podem sofrer modificações com a intenção genuína de promover a expansão ou retração dos negócios, estando atrelado ao planejamento estratégico da corporação e não necessariamente advindo da suavização de resultados intencional.

2.7 SÍNTESE TEÓRICA

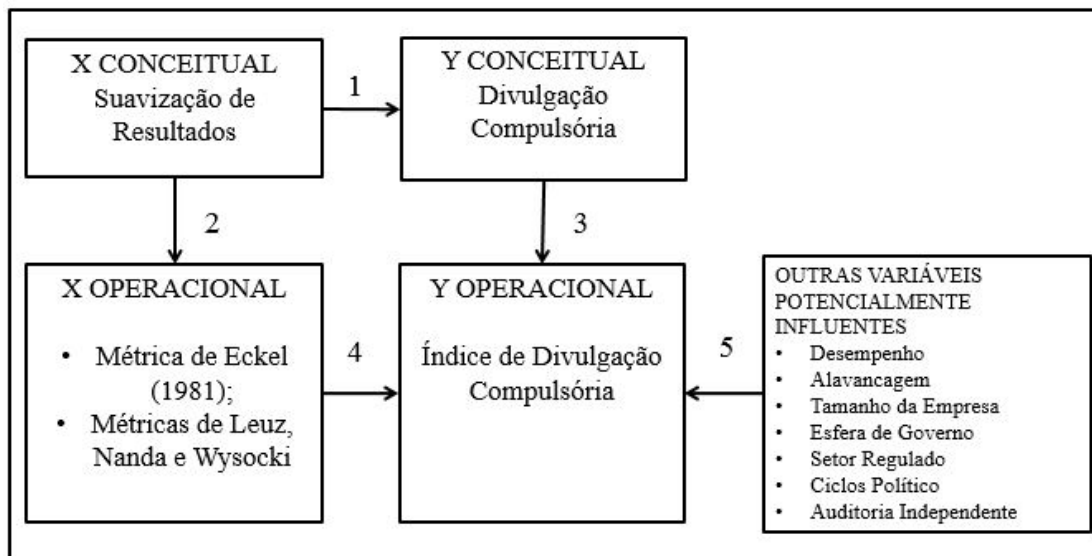
A Teoria da Agência sugere que os proprietários de um negócio outorgam poderes à outros - os agentes - para tomarem decisões em seu favor. No entanto, não há garantia de que os agentes agirão sempre alinhados aos interesses dos proprietários. Assim surgem os conflitos de agência.

Para Healy e Palepu (2001), uma forma de reduzir esses conflitos é a divulgação de informações de forma que os proprietários tenham condições de avaliar a gestão da companhia. A literatura classifica a natureza de divulgação de informações em voluntária e compulsória. A divulgação compulsória está relacionada com os aspectos de evidenciação contidas em disposições legais.

Ao atender as disposições legais formuladas por órgãos reguladores, as empresas tenderiam a reduzir a possibilidade de interferência governamental. A redução de intervenções externas nas organizações foi sugerida por Watts e Zimmerman (1978) ao afirmarem que empresas maiores e atuantes em setores com forte intervenção governamental, como é o caso das empresas de economia mista, tenderiam a adotar procedimentos contábeis que minimizassem a visibilidade como a suavização de resultados.

A suavização de resultados consiste na redução da variabilidade excessiva dos resultados reportados pelas empresas. Para Cheng, Aerts e Jorissen (2010), ao suavizar os resultados as empresas de economia mista estariam evitando privatizações e reduzindo conflitos de agência, visibilidade política, social e fiscalizadora.

Portanto, ao suavizar os resultados e divulgar as informações de natureza obrigatória as empresas de economia mista tenderiam a evitar conflitos de agência e reduzir os custos políticos atrelados em processos investigatórios. Na Figura 2 apresenta-se a estrutura da validade preditiva da pesquisa considerando os pressupostos teóricos e as ligações com a metodologia utilizada, considerando o modelo operacional para teste da hipótese.

Figura 2: Estrutura da validade preditiva.

Fonte: Adaptado de Libby, Blomfield e Nelson (2002).

Considerando que nenhuma teoria pode ser testada diretamente, a análise dos resultados é conduzida pela associação entre as *proxies* para suavização de resultados e o índice de divulgação compulsória (*link 4*). Essa associação é controlada por outras variáveis potencialmente influentes (*link 5*). Para que o teste seja realizado, as ligações entre os conceitos e as definições operacionais (*links 2 e 3*) devem ser válidas.

Pressupõe-se que a suavização de resultados é uma característica explicativa dos níveis de divulgação obrigatória (*link 1*). Considera-se que os gestores ao suavizarem os resultados aumentariam os níveis de divulgação como mecanismo de redução dos custos políticos e dos conflitos de agência.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Neste capítulo são descritos os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa. Inicialmente apresenta-se a seleção da população e amostra. Após, são explicados os critérios utilizados para medir a divulgação compulsória, a suavização de resultados e as variáveis de controle investigadas. Depois, discorre-se sobre a hipótese da pesquisa e, em seguida, expõem-se sobre o tratamento estatístico e as limitações encontradas no desenvolvimento da pesquisa empírica.

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população alvo da pesquisa compreende as companhias paranaenses de economia mista, não financeiras, e que apresentaram as informações completas para o cálculo dos modelos de Suavização de Resultados de Eckel (1981) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003) no período de 2010 a 2013. A amostragem é intencional e não probabilística. A intenção do estudo é investigar especificamente as empresas de economia mista do Estado do Paraná, por essa razão optou-se por esse tipo de amostragem. A obtenção da amostra é demonstrada na Tabela 1.

Tabela 1: Descrição da Amostra

Crítérios	Número de Empresas	%
População	76	100
(-) Empresas Inativas e Extintas	25	33
(-) Empresas em extinção, liquidação e dissolução.	8	11
(-) Empresas com informações incompletas	7	9
(-) Empresas Financeiras	1	1
(-) <i>Outlier</i>	1	1
(=) Amostra Final	34	45

Fonte: dados da pesquisa.

As empresas que se apresentam como inativas, em liquidação ou extinção foram excluídas da amostra, pois a intenção foi estudar as empresas que ainda estão em operação, tendo em vista que, nestas condições as empresas poderiam adotar bases diferentes de mensuração do resultado e de divulgação de informações. As instituições financeiras foram excluídas da amostra por apresentarem peculiaridades relacionadas às práticas contábeis, como a estruturação do Plano de Contas e operações específicas, além de estarem sujeitas às

normas impostas pelo Banco Central do Brasil, o que além de dificultar e poderia distorcer a avaliação dos níveis de divulgação obrigatória em comparação às demais empresas.

A classificação setorial da amostra seguiu como principal critério a atividade principal desenvolvida pelas companhias com base na análise realizada pela consulta de atividades no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica da Receita Federal do Brasil. Na Tabela 2 apresenta-se a distribuição das empresas por setor de atuação.

Tabela 2: Distribuição da Amostra

	Setores	Amostra	%
1	Água e Esgoto	1	3
2	Desenvolvimento Local	8	24
3	Energia	7	21
4	Eventos	2	6
5	Florestas	1	3
6	Habitação	4	11
7	Infraestrutura	1	3
8	Mineração	1	3
9	Tecnologia da Informação	1	3
10	Telecomunicações	3	9
11	Transporte Aéreo	1	3
12	Urbanização	4	12
Total		34	100

Fonte: dados da pesquisa.

Percebe-se que as empresas de economia mista do Estado do Paraná desenvolvem principalmente atividades de desenvolvimento local, representando aproximadamente 24% da amostra total, seguida pelas atividades de Energia, Habitação, Urbanização e Telecomunicações.

Os relatórios foram coletados por meio do canal eletrônico do Diário Oficial do Estado do Paraná. Os dados para composição do Índice de Divulgação Obrigatória e para o cálculo das variáveis de Suavização de Resultados e de controle foram obtidos diretamente nas Demonstrações Financeiras. Para identificação da Esfera de governo, utilizou-se a consulta de vínculos de entidades no site do Tribunal de Contas do Estado do Paraná.

3.2 ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO COMPUSÓRIA (IDC)

Estudos sobre a divulgação de informações compulsórias têm utilizado, principalmente, índices construídos pelos pesquisadores para medir os níveis de evidenciação

obrigatória (SOUZA et al., 2013, AKMAN, 2011; OWUSU-ANSAH, 1998; AHMED, 1996; WALLACE; NASER, 1995).

Um dos problemas deparados na elaboração de um Índice de Divulgação Compulsória diz respeito às alterações de determinados itens que modificaram sua posição de obrigatórios para não obrigatórios ao longo das modificações ocorridas na legislação brasileira. Por essa razão, nesse estudo optou-se por analisar a conformidade das Demonstrações Financeiras com base na Lei 6.404/76 e suas alterações pela Lei 11.638/07 e 11.941/09.

Dessa forma, para responder o objetivo do trabalho, propôs-se uma métrica para capturar a extensão da divulgação compulsória em empresas de economia mista no contexto brasileiro. Popova et al. (2013) afirmam que a opção da construção de uma métrica justifica-se, pois as métricas são capazes de capturar itens narrativos e qualitativos apresentados nos relatórios anuais. O autor pondera ainda, que a construção de métricas é dependente das percepções e experiência do pesquisador que possui determinado grau de subjetividade na coleta das informações.

Segundo Cooke (1989) existem duas formas de avaliar a divulgação de informações financeiras: (1) a ponderada e a (2) não ponderada. A ponderada considera que todos os itens possuem importância diferente, atribuindo pesos a cada item. Na forma não ponderada entende-se que todos os itens possuem igual importância. Para Popova et al. (2013), a forma não ponderada possibilita a criação de medidas com menor julgamento do pesquisador. Neste estudo foi adotada a forma não ponderada.

Os itens de análise para composição do Índice de Divulgação Compulsória são apresentados nos Quadros 3, 4 e 5, sendo compostos por informações que deveriam ser divulgadas nas Demonstrações Financeiras como informações gerais e informações complementares em Notas Explicativas.

Quadro 3: Índice de Divulgação Compulsória (IDC) – Estrutura Mínima das Demonstrações

	Itens	Fonte
	Balanco Patrimonial	Art. 176
1	Ativo Circulante	Art. 178
2	Ativo Não Circulante composto por RLP, Investimentos, Imobilizado e Intangível	Art. 178
3	Passivo Circulante	Art. 178
4	Passivo Não Circulante	Art. 178
5	PL Composto por CS, Reservas de Capital, Ajustes de Avaliação Patrimonial, Reservas de Lucros, Ações em Tesouraria e Prejuízos Acumulados	Art. 178
	Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados (poderá estar elaborada com a DMPL (art. 186 § 2º))	Art. 176
6	Saldo do Início do Período, ajustes de exercícios anteriores e a correção monetária do saldo inicial	Art. 186
7	Reversões de reservas e o lucro líquido do exercício	Art. 186
8	Transferências para reservas, os dividendos, a parcela dos lucros incorporada ao capital e o saldo ao fim do período	Art. 186
	Demonstração do Resultado do Exercício	Art. 176
9	Receita bruta das vendas e serviços, as deduções das vendas, os abatimentos e os impostos	Art. 187
10	Receita líquida das vendas e serviços, o custo das mercadorias e serviços vendidos e o lucro bruto	Art. 187
11	Despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais	Art. 187
12	Lucro ou prejuízo operacional, as outras receitas e as outras despesas	Art. 187
13	Resultado do exercício antes do Imposto sobre a Renda e a provisão para o imposto	Art. 187
14	Participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias	Art. 187
15	Lucro ou prejuízo líquido do exercício	Art. 187
16	Resultado por ação	Art. 187
	Demonstração dos Fluxos de Caixa (PL>2 milhões)	Art. 176
17	Fluxo Operacional	Art. 188
18	Fluxo Financiamentos	Art. 188
19	Fluxo Investimentos	Art. 188
20	Saldo Inicial e Final de Caixa	Art. 188
	Demonstração do Valor Adicionado (Se Companhia Aberta)	Art. 176
21	Valor da Riqueza Gerada pela Companhia	Art. 188
22	Distribuição entre empregados, financiadores, acionistas, governo e a parcela não distribuída	Art. 188

Fonte: Lei 6.404/76 e Alterações.

No Quadro 3, estão contidas todas as informações relativas as estruturas das demonstrações financeiras como o Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração dos Fluxos de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado.

Quadro 4: Índice de Divulgação Compulsória (IDC) – Informações Gerais

	Itens	Fonte
23	Demonstrações com informações Comparativas do ano anterior	Art. 295 (a)/176
24	Demonstrações com indicação do Conselho Fiscal	Art. 240
25	Demonstrações com indicação do Contador/Auditor	Art. 177 § 4º
26	Demonstrações Publicadas no Prazo - 30/04	Art. 132
27	Distribuição de Dividendos	Art. 118
28	Negócios Sociais	Art. 133
29	Principais fatos administrativos	Art. 133
30	Política de Reinvestimento de Lucros	Art. 118
31	Parecer do Conselho Fiscal	Art. 133

Fonte: Lei 6.404/76 e Alterações.

No Quadro 4 estão as informações que deveriam ser divulgadas em relação aos aspectos gerais de divulgação compulsória, tendo em vista que as EEM precisam cumprir uma série de requisitos relacionados a prazos e informações básicas.

Quadro 5: Índice de Divulgação Compulsória (IDC) – Notas Explicativas.

	Itens	Fonte
32	Informações sobre base de preparação	Art. 176
33	Informações sobre as práticas contábeis	Art. 176
34	Critérios avaliação Elementos Patrimoniais Outros Ativos	Art. 176
35	Critérios avaliação Elementos Patrimoniais Estoques	Art. 176
36	Critérios avaliação Elementos Patrimoniais Cálculo de Depreciação, Amortização e Exaustão	Art. 176
37	Critérios avaliação Elementos Patrimoniais Constituição de provisão para encargos ou riscos	Art. 176
38	Critérios avaliação Elementos Patrimoniais Ajustes a Perdas Prováveis Ativos	Art. 176
39	Critérios avaliação Elementos Patrimoniais Passivos	Art. 176/184
40	Investimentos em outras sociedades, quando relevantes	Art. 176
41	Aumento de valor de elementos do ativo resultante de novas avaliações	Art. 176
42	Ônus reais constituídos sobre elementos do ativo, as garantias prestadas a terceiros e outras responsabilidades eventuais ou contingentes	Art. 176
43	Taxa de juros, as datas de vencimento e as garantias das obrigações a longo prazo	Art. 176
44	Número, espécies e classes das ações do capital social	Art. 176
45	Opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício	Art. 176
46	Ajustes de exercícios anteriores	Art. 176
47	Demonstrações Consolidadas	Art. 275
48	Dividendo por ação	Art. 186
49	Equivalência Patrimonial	Art. 247
50	Eventos Subsequentes	Art. 176
51	Mudanças de Critérios Contábeis	Art. 177
52	Obrigações de Longo Prazo	Art. 176
53	Ônus, garantias e responsabilidade eventuais e contingentes.	Art. 176
54	Opções de Compra de Ações	Art. 176

Fonte: Lei 6.404/76 e Alterações.

No Quadro 5 estão as informações compulsórias que deveriam ser incluídas nas notas explicativas para melhores entendimentos dos números reportados. Entende-se também que pela natureza de informação ser obrigatória, se determinado item não fosse aplicável a determinada empresa, deveria existir uma nota explicativa informando as razões da não divulgação.

Os itens foram classificados em duas categorias: (0) Não Evidenciado: quando a informação não foi divulgada; (1) Evidenciado: quando a informação foi evidenciada. O índice total é definido como a razão entre o total de itens que a empresa divulgou com o total dos itens que a empresa deveria divulgar. Matematicamente, se expressa o IDC de cada empresa da seguinte forma:

$$IDC = \frac{TD}{MD} = \frac{\sum_m}{\sum_n} \quad (10)$$

Em que,

IDC = Índice de Divulgação Compulsória;

TD = Total dos itens divulgação da empresa;

MD = Total máximo de itens de divulgação da empresa;

$m = disclosure$ da empresa do item m

$n = disclosure$ esperado do item n

O IDC varia de 0 a 1, quanto mais próximo a 1 maior o nível de divulgação da empresa. Se uma determinada empresa divulgar todos os itens o IDC dela seria de 1. Para Popova et al. (2013), essa forma de calcular o índice de divulgação não penaliza excessivamente a empresa, admitindo que determinado item pode não ter sido divulgado pela sua inexistência, fato que desobriga a empresa a divulgar essa informação.

Para verificar a confiabilidade interna e validação do IDC foi realizado o teste Kuder e Richardson – 20 (KR-20). Esse teste é uma alternativa para o teste de Alpha de *Cronbach*, quando os itens do questionário são dicotômicos. Segundo Maroco e Garcia-Marques (2006), o teste KR-20 também mede a confiabilidade dos instrumentos de coleta de dados, variando de 0 a 1. Hair et al. (2009) ressalta que a confiabilidade é uma forma de avaliação da consistência entre várias medidas para uma variável. A aplicação do Coeficiente KR-20 foi realizada após a coleta de dados.

3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Com objetivo de especificar de maneira mais concisa o modelo estatístico utilizado, foram selecionadas variáveis de controle que seriam potencialmente influentes para explicar os níveis de divulgação compulsória das empresas de economia mista paranaense. As variáveis são: (1) Desempenho; (2) Alavancagem; (3); Tamanho da Empresa (4); Esfera de governo (5); Setor Regulado (6); Ciclo Político (7); Auditoria Independente (8). No Quadro 6 apresenta-se o resumo das variáveis de controle estudada, a definição operacional, a forma de mensuração e a relação esperada com o nível de divulgação.

Quadro 6: Resumo das variáveis de controle.

Nome da Variável	Sigla	Definição Operacional	Forma de Mensuração	Relação Esperada
Desempenho	ROA	Verifica o desempenho da companhia	$ROA = LL/AT$	+
Alavancagem	ALAV	Verifica o nível de endividamento da companhia	$ALAV = ET/AT$	+
Tamanho	TAM	Representa uma <i>proxy</i> do tamanho da empresa	Ln do Ativo Total	+
Esfera de Governo da Companhia	GOV	Variável <i>Dummy</i> , que representa a esfera de governo, se a empresa é Estadual ou Municipal.	Atribuído 0 para Estadual e 1 para Municipal	+
Setor de Atuação	SETOR	Variável <i>Dummy</i> , que representa se o setor da empresa é regulado por órgãos específicos.	Atribuído 0 para Não e 1 para Sim	+
Ciclo Político	CICLO	Variável <i>Dummy</i> , que representa se o período é de ciclo político.	Atribuído 0 para Não e 1 para Sim	-
Auditoria Independente	AUD	Variável <i>Dummy</i> , que representa se a empresa possui auditoria independente.	Atribuído 0 para Não e 1 para Sim	+

Fonte: Dados da pesquisa. Org.: MACHADO, R. F. 2014.

As empresas com melhor desempenho tendem a possuir maiores níveis de divulgação financeira como uma forma de comunicar seus resultados ao mercado e atrair investidores. (CHAVENT et al., 2006). No caso das empresas de economia mista, ao possuir desempenho crescente e maiores níveis de divulgações, evitam-se políticas de privatizações (KIM; CHUNG, 2007). Dessa forma, é aceitável supor que o desempenho das empresas de economia mista seja relacionado com os níveis de divulgação obrigatória.

Com relação à Alavancagem, Maia, Formigoni e Silva (2012) ao investigar o nível de divulgação obrigatória das empresas brasileiras da Bovespa no período de 2007 à 2009,

encontraram evidências de que a alavancagem das empresas tende a influenciar positivamente o nível de divulgação obrigatória. Dessa forma, espera-se que a alavancagem tenha relação positiva e influencie os níveis de divulgação obrigatória.

Para Wallace e Naser (1995) grandes empresas possuem níveis maiores de divulgação obrigatória se comparado com empresas menores, pois são mais sensíveis e expostas publicamente. Estudos têm utilizado principalmente o total do ativo (KARIM; AHMED, 2005; KIRCH; TERRA; LIMA, 2012; RIBEIRO, 2013; SANTOS; CAVALCANTE; RODRIGUES, 2013; CONSONI, 2014) e as receitas (CASTRO; MARTINEZ, 2009; COSTA; SILVA; LAURENCEL, 2013) como forma de representar o tamanho da empresa.

Considerando a hipótese dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978) e assumindo que os Estados possuem maior orçamento, maior transferência de recursos, exploram atividades em larga escala e maior visibilidade social é razoável supor que empresas pertencentes ao governo do Estado do Paraná possuirão maior nível de divulgação obrigatória por estarem especialmente mais expostas do que empresas dos municípios.

Cooke (1992), afirma que os níveis de divulgação nos relatórios anuais das empresas são diferentes para cada setor da economia, sendo que as autoridades reguladoras aumentam os níveis de exigência de divulgação. No Brasil, empresas que atuam em setor regulado estão sujeitas as normas de agências regulatórias e são obrigadas a realizar o *disclosure* de informações com base em critérios dessas agências. Desse modo, espera-se que setores com regulação tendem a influenciar os níveis de divulgação.

Os ciclos político-econômicos baseiam-se na premissa de que os gestores públicos tendem a adotar procedimentos para modificar as informações econômicas, financeiras e orçamentárias das entidades públicas e vinculadas nos períodos eleitorais (NORDHAUS, 1975; CARVALHO; OLVEIRA, 2009; AMARAL; LIMA, 2013). Espera-se que os períodos eleitorais influenciem os níveis de divulgação obrigatória das empresas de economia mista.

A lei 6.404/76 não obriga as sociedades por ações de capital fechado, entre elas as empresas de economia mista, a realizar a auditoria das Demonstrações Financeiras. Giner (1997) em seu estudo encontrou que o nível de divulgação obrigatória das empresas espanholas era afetado positivamente, se as empresas possuíam auditoria independente. Com isso, admite-se que empresas de economia mista que possuem auditoria independente tenderiam a ter maiores níveis de divulgação compulsória.

3.4 MODELOS PARA DETECÇÃO DA SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS CONTÁBEIS UTILIZADOS NA PESQUISA

Os modelos usados na pesquisa têm por objetivo ajudar a compreender a suavização de resultados como possível explicação para os níveis de divulgação compulsória e como mecanismo para redução de custos políticos em empresas de economia mista do Estado do Paraná.

$$IDC = \beta_0 + \beta_1 ISE + \beta_2 ROA + \beta_3 ALAV + \beta_4 TAM + \beta_5 GOV + \beta_6 SETOR + \beta_7 CICLO + \beta_8 AUD + \epsilon_{it} \quad (11)$$

$$IDC = \beta_0 + \beta_1 EM1 + \beta_2 ROA + \beta_3 ALAV + \beta_4 TAM + \beta_5 GOV + \beta_6 SETOR + \beta_7 CICLO + \beta_8 AUD + \epsilon_{it} \quad (12)$$

$$IDC = \beta_0 + \beta_1 EM3 + \beta_2 ROA + \beta_3 ALAV + \beta_4 TAM + \beta_5 GOV + \beta_6 SETOR + \beta_7 CICLO + \beta_8 AUD + \epsilon_{it} \quad (13)$$

Em que,

IDC = Índice de Divulgação Compulsória;

ISE = Índice de Suavização de Eckel (1981);

EM1, EM3 = Métrica de Suavização de Leuz, Nanda, Wysocki (2003);

ROA = Desempenho da empresa, representado pelo Retorno do Ativo;

ALAV = Alavancagem;

TAM = Tamanho da Empresa;

GOV = Esfera de Governo;

SETOR = Setor Regulado;

CICLO = Período de Ciclo Político;

AUD = Auditoria

Os modelos econométricos foram elaborados com base nas possíveis associações teóricas entre as variáveis independentes e de controle com a variável dependente. Espera-se que a divulgação compulsória seja influenciada pela suavização de resultados e que outros fatores como desempenho, alavancagem, tamanho da empresa, esfera de governo, setor, ciclo político e auditoria independente também afetem os níveis de divulgação compulsória.

3.5 HIPÓTESE DA PESQUISA

As empresas de economia mista possuem alta exposição social como sugere a hipótese dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978), onde empresas atuantes em ambientes sensíveis a intervenção política são inclinadas a adotar métodos e procedimentos contábeis

que reduzam a visibilidade pública. Segundo Yang, Murinde e Ding (2010) resultados excessivamente oscilantes poderiam indicar descontrole e falta de gerenciamento, é razoável supor que as EEM tenderiam a suavizar seus resultados.

Evidências encontradas por Cheng, Aerts e Jorissen (2010) e Yang, Murinde e Ding (2010), apontam que empresas de economia mista chinesas são mais resistentes a divulgar oscilações excessivas nos resultados, confirmando empiricamente que essas empresas tenderiam a suavizar os resultados contábeis.

Outro comportamento que está associado com a redução de custos políticos e conflitos de agência é a divulgação de informações (FOX, 2009). Assim, como premissa subjacente a essa pesquisa, admite-se que os níveis de suavização de resultados podem estar associados com a divulgação de informações financeiras. Assim, empresas que suavizam resultados tendem a aumentar o nível de divulgação compulsória como mecanismo de redução de custos políticos e de evitar conflitos de agência.

H1: Quanto maior o nível de suavização de resultados maior o índice de divulgação compulsória

3.6 TRATAMENTO ESTATÍSTICO

Para auxiliar na análise de dados foi utilizada a Regressão com dados em painel. A regressão múltipla, segundo Gujarati e Porter (2011) é uma técnica estatística utilizada para analisar a relação entre uma única variável dependente e várias variáveis explanatórias. Quando o interesse do pesquisador é estudar cortes transversais (empresas) com séries temporais (anos) pode ser realizada uma análise de regressão com dados em painel (GUJARATI; PORTER, 2011). Dado que nesse estudo o objetivo é estudar o efeito das variáveis ao longo do tempo (2010 a 2013) e verificar a relação entre os níveis de suavização de resultados com os níveis de divulgação compulsória, optou-se por esse tipo de técnica estatística.

3.7 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

As principais limitações da pesquisa referem-se à amostra selecionada, coleta de dados, os modelos para detecção de suavização de resultados e a elaboração do Índice de Divulgação Compulsória.

A intencionalidade da amostra constitui uma limitação do trabalho, de forma que os resultados desses estudos estão relacionados apenas com o perfil das empresas de economia mista no Paraná, podendo possuir comportamentos distintos em diferentes regiões do país. Na coleta de dados, observa-se que foram avaliadas apenas as publicações realizadas pelas companhias no Diário Oficial do Estado do Paraná, não sendo investigadas informações disponibilizadas em *websites* corporativos ou imprensas oficiais locais.

Em relação à suavização de resultados é importante frisar que os modelos utilizados para detecção das práticas de suavização de resultado possuem limitações e não conseguem capturar outras externalidades não compreendidas no modelo, constituindo assim uma limitação do estudo. A variável, Índice de Divulgação Compulsória possui limitações como percepções do pesquisador ao construir a pontuação dos itens divulgados e não divulgados.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo apresenta e discute os resultados empíricos do estudo. Inicialmente, são expostas as variáveis de pesquisa por meio da estatística descritiva e da matriz de correlação. Depois apresenta-se dados sobre a associação entre divulgação compulsória e suavização de resultados por meio de Regressão de Dados em Painel.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

4.1.1 Índice de Divulgação Compulsória (IDC)

O Índice de Divulgação Compulsória foi composto por 54 itens com base nas informações que as EEM deveriam evidenciar dispostas na Lei 6.404/76. Os itens foram coletados a partir dos relatórios publicados na DIOE-PR no período de 2010 a 2013, recebendo 0 quando não divulgado e 1 quando divulgado. O IDC foi calculado pela razão entre dos itens divulgados pelos itens totais, variando de 0 a 1, onde valores mais próximos de 1 significam melhores níveis de divulgação de informações econômicas e financeiras.

O teste de Kuder e Richardson – 20 foi utilizado para validação da métrica de divulgação compulsória, tendo em vista que as respostas foram dicotômicas (divulga ou não divulga). A tabela 3 contém os resultados do teste para cada bloco de informações e para o índice geral.

Tabela 3: Teste Kuder e Richardson - 20 para métrica IDC.

Item de Teste	2010	2011	2012	2013
Estrutura das Demonstrações	0,65	0,67	0,57	0,59
Informações Gerais	0,73	0,69	0,63	0,57
Notas Explicativas	0,93	0,91	0,91	0,92
IDC Total	0,94	0,93	0,91	0,91

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados do teste Kuder e Richardson variam de 0 a 1, quanto mais próximo a 1, melhor a consistência interna do instrumento, sendo valores superiores a 0,5 o mínimo aceitável. Como pode ser observado, o bloco de informações sobre a “Estrutura das

Demonstrações” apresentou os menores resultados e o bloco sobre informações da “Notas Explicativas” os valores mais representativos. De forma geral, os valores apresentados pelo teste indicam que existe uma ótima consistência do instrumento, tendo em vista que para todos os anos os resultados foram superiores a 0,90.

A estatística descritiva é uma forma de analisar os dados, considerando medidas de tendência central e de dispersão dos dados. Na Tabela 4 apresentam-se as estatísticas descritivas para o IDC nos períodos de 2010 a 2013.

Tabela 4: Estatística descritiva da variável Índice de Divulgação Compulsória (IDC).

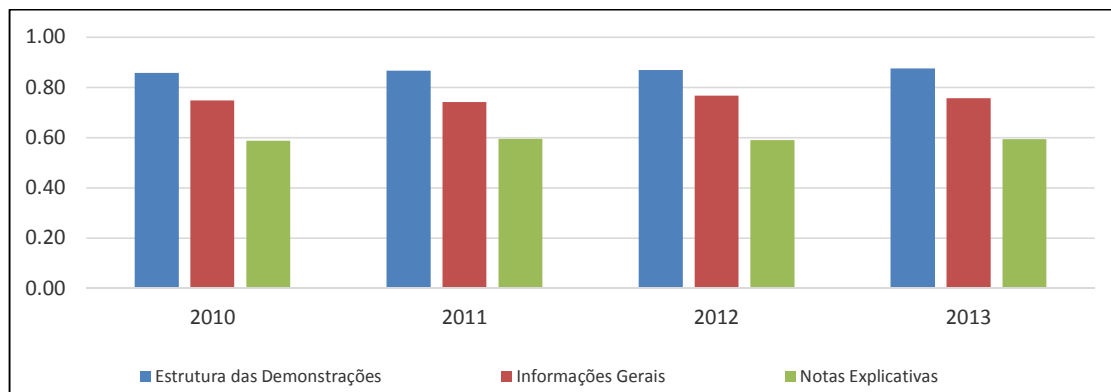
Medidas Estatísticas	Período				
	2010	2011	2012	2013	2010-2013
Média	0,73	0,73	0,74	0,74	0,73
Desvio Padrão	0,17	0,15	0,14	0,14	0,15
Coef. De variação	0,23	0,21	0,19	0,19	0,20
Mínimo	0,39	0,39	0,50	0,50	0,39
Máximo	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
Mediana	0,71	0,70	0,71	0,70	0,70
Primeiro Quartil	0,58	0,64	0,63	0,63	0,63
Terceiro Quartil	0,90	0,83	0,83	0,86	0,85
Observações	34	34	34	34	136

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se inicialmente que a média do índice teve pouca oscilação de um ano para outro, um pequeno aumento, mas de forma homogênea. Com isso é possível afirmar, com base nas evidências empíricas, que as empresas, ao divulgarem suas informações, não modificam muito as informações que foram publicadas de um período para outro. Em relação ao coeficiente de variação é possível observar que houve pequena variação nos períodos em análises, com pouca dispersão.

Verifica-se também que as empresas que pertenciam ao primeiro quartil eram, substancialmente, empresas ligadas ao governo municipal, como a Cia Pontagrossense de Serviços, Cia de Desenvolvimento de Araongas, Cia de Desenvolvimento de Marechal Cândido Rondon. Por outro lado, as empresas acima do terceiro quartil foram empresas ligadas ao governo estadual, de setores regulados e de capital aberto como a Ceasa, Mineropar, Copel e Sanepar. De certo modo era de esperar que essas empresas tivessem índices maiores de divulgação tendo em vista a exposição social, política, regulamentar e fiscalizadora.

Na Figura 3 mostra-se a visualização do IDC em relação a cada bloco de informações objeto de divulgação.

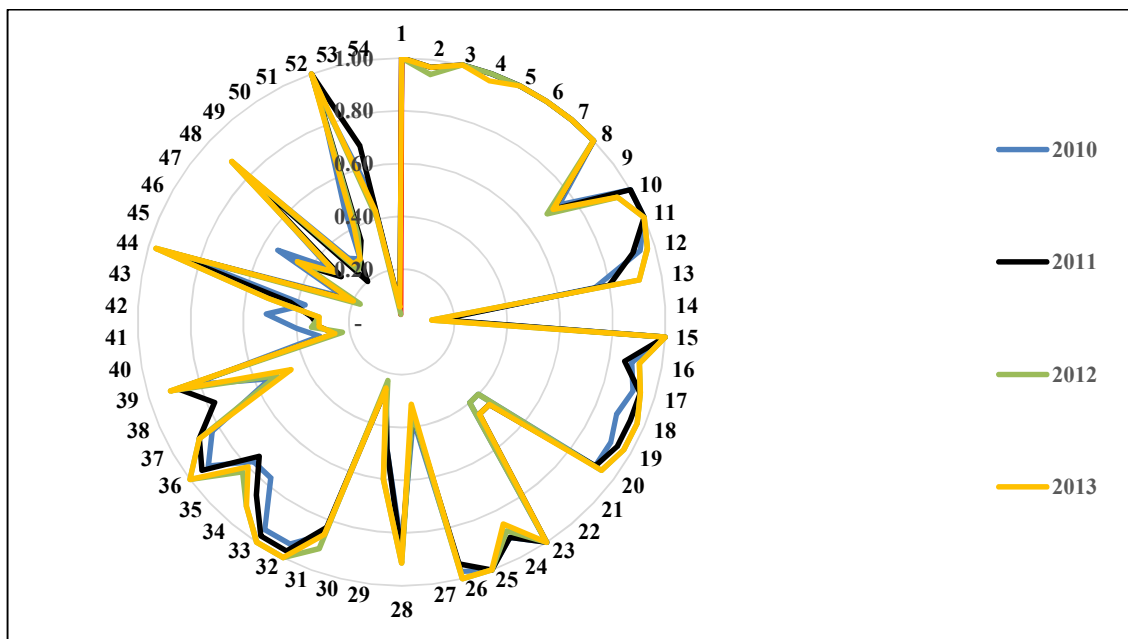
Figura 3: Divulgação obrigatória por bloco de informação.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em todos os anos é possível observar que o bloco A denominado “Estrutura das Demonstrações” foi que obteve os maiores índices de divulgação, seguido do bloco B “Informações Gerais” e por último o bloco C das “Notas Explicativas”. As médias dos índices de cada bloco foram em média de 0,87, 0,75 e 0,56 respectivamente. A visualização dos índices sugere que as empresas de economia mista, ao elaborar e publicar os relatórios anuais priorizam a Estrutura das Informações e a Informações Gerais divulgadas nas Demonstrações Contábeis em relação às informações em Notas Explicativas.

Na Figura 4 mostra-se evidenciação por item da métrica. Nota-se que em todos os anos existiram itens que possuíram maiores ou menores níveis de divulgação. Observa-se um padrão mais homogêneo de divulgação para todos os anos e para a maioria dos itens da métrica, isso denota um mimetismo na divulgação de informações obrigatórias, embora haja pequenas oscilações ao longo da série histórica.

Figura 4: Divulgação obrigatória por item.



Fonte: dados da pesquisa.

Ainda com base na análise da Figura 4, é possível observar que existiram itens com elevada divulgação, sendo o caso de informações relacionadas com a estrutura das demonstrações. No bloco Estrutura das Demonstrações (itens 1-22) observou-se também que algumas empresas não divulgaram o item Receitas Brutas de Vendas (item 09 da métrica), iniciando com Receita Líquida de Vendas na DRE. Outro item com baixa divulgação na DRE foram Participação de Empregados, Administradores e Partes Beneficiárias (item 14). Notam-se baixas divulgações dos itens relacionados à Demonstração do Valor Adicionado, pois somente empresas de capital aberto teriam que realizar a divulgação (itens 21 e 22). Diante da inexistência da obrigatoriedade da divulgação da Demonstração do Valor Adicionado, as empresas deveriam mencionar a inaplicação da demonstração em Notas Explicativas, fato que não ocorreu.

Em relação às Informações Gerais (itens 23-31), os itens com menores *scores* de *Disclosure* Compulsório foram as informações sobre Políticas de Reinvestimento de Lucros (0,30), Distribuição de Dividendos (0,40) e Principais Fatos Administrativos (0,50). Vale ressaltar que algumas EEM ainda são relutantes em informar principalmente o que ocorreu de relevante na companhia durante o exercício social. Isso sugere que como essas empresas não apresentaram de forma geral, bons desempenhos, os gestores tenderiam a evitar descrever fatos relevantes, sendo compatível com a Teoria da Ineficiência das Estatais prevendo que

empresas com participação governamental teriam desempenhos piores que empresas privadas (PINTO JUNIOR, 2009; PARGENDLER et al., 2013).

Nas informações que deveriam ser divulgadas em Notas Explicativas (item 32- 54) observou-se que os itens com menor evidenciação foram os relacionados com Critérios de Avaliação de Perdas e Ajustes; Mudança de Critérios Contábeis; Taxas de Juros e Vencimentos de Obrigações em Longo Prazo; e Opções de compra de ações. Isso sugere que a divulgação compulsória das empresas em análise carece de maior transparência, quando o quesito em análise é principalmente como essas empresas estão avaliando determinados ativos e passivos.

Notou-se que determinadas empresas não divulgam itens básicos sobre informações importantes para a avaliação da situação econômica, financeira e patrimonial da companhia e para o exame da gestão dos administradores, tais como, critérios de mensuração de ativos passivos; taxas e prazos das obrigações à longo prazo; lucro por ação; e fatos relevantes. Entende-se como previsto na hipótese dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978), que as EEM deveriam possuir elevados índices de divulgação, tendo em vista que essas empresas são receptoras e gerenciadoras de recursos públicos, possuindo alta a visibilidade política, social e fiscalizadora. Também é necessário entender que existem empresas que divulgam praticamente todas as informações, mas são principalmente as de capital aberto e pertencente ao Governo Estadual.

4.1.2 Suavização de Resultados

Neste estudo foi utilizada a métrica ISE de Eckel (1981) como principal indicador do comportamento de suavização de resultados e as métricas EM1 e EM3 de Leuz, Nanda e Wysocky (2003) como medidas confirmatórias da suavização de resultados. Na Tabela 5 apresentam-se os resultados da estatística descritiva.

Tabela 5: Estatística descritiva das métricas de suavização de resultados

Medidas Estatísticas	Período				
	2010	2011	2012	2013	2010-2013
Média ISE	4,74	4,95	5,67	8,57	5,98
Média EM1	14,38	2,58	12,59	6,31	8,96
Média EM3	4,71	3,49	32,39	10,59	12,80
Desvio Padrão ISE	11,03	7,84	11,99	23,11	14,59
Desvio Padrão EM1	69,37	5,94	60,00	27,97	47,74
Desvio Padrão EM3	11,44	6,66	130,35	49,04	70,15
Coef. De variação ISE	2,33	1,59	2,12	2,70	2,44
Coef. De variação EM1	4,83	2,31	4,77	4,43	5,33
Coef. De variação EM3	2,43	1,91	4,02	4,63	5,48
Mínimo ISE	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01
Mínimo EM1	0,02	0,00	0,01	0,00	0,00
Mínimo EM3	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00
Máximo ISE	61,50	38,75	68,84	102,91	102,91
Máximo EM1	406,25	28,94	350,90	164,12	406,25
Máximo EM3	65,62	35,83	683,87	287,44	683,87
Mediana ISE	1,18	2,09	2,28	1,00	1,46
Mediana EM1	1,05	0,79	0,97	0,88	0,92
Mediana EM3	0,94	1,01	1,15	1,07	1,02
Observações	34	34	34	34	136

Legenda: ISE = índice de suavização de Eckel; EM1 = primeira métrica de suavização de resultados; EM3 = terceira métrica de suavização de resultados.

Fonte: Dados da pesquisa.

A métrica ISE desenvolvida tem por objetivo avaliar se o coeficiente de variação dos lucros é inferior ao de vendas sendo que, caso seja afirmativo, denota que os gestores estariam suavizando resultados. A métrica EM1 afere se os administradores diminuem a variabilidade dos resultados reportados como uma forma de manter níveis constantes de desempenho. A métrica EM3 mede a discricionariedade dos gestores com a intenção de divulgar desempenho incorreto.

Observa-se que a média da variável ISE teve pouca variação durante os períodos de análise, praticamente os mesmos resultados, exceto no ano de 2013, onde os resultados formam maiores. O ano de 2010 teve o maior valor médio para a métrica EM1 e o ano de 2012 os maiores valores médios para EM3. Os coeficientes de variação para todas as métricas indicam que as informações possuem grande dispersão, embora seja um pouco menor no ano de 2012.

Percebe-se também em relação aos valores mínimos e máximos, que os dados possuem valores inferiores a 0,01 e máximos em torno de 102 para a variável ISE. Os mínimos demonstram que existem companhias que suavizam os resultados de forma extrema e outras empresas que não suavizam seus resultados, considerando que ISE menores que 1,00

denotam suavização. O estudo de Ribeiro (2013) sobre suavização de resultados em empresas brasileiras de capital aberto no período de 2009 a 2012 e o de Baioco, Almeida e Rodrigues (2013) em empresas reguladas por agências normatizadoras identificaram grandes oscilações no índice de Eckel (1989) das empresas suavizadoras e não suavizadoras.

4.1.3 Variáveis de Controle

Em relação às variáveis de controle Porte, Alavancagem e Desempenho, as estatísticas descritivas são apresentadas na Tabela 6.

Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis de controle.

Medidas Estatísticas	Variáveis		
	Porte (R\$ Milhares)	Alavancagem	Desempenho
Média	1.430.242	0,96	-0,07
Desvio Padrão	3.985.396	1,54	0,60
Coef. De variação	2,79	1,60	8,44
Mínimo	50	0,00	-5,61
Máximo	23.111.445	9,37	1,65
Mediana	36.744	0,51	-0,00
Primeiro Quartil	3.240	0,30	-0,05
Terceiro Quartil	323.696	0,94	0,07
Observações	34	34	34

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o porte médio das empresas da amostra, representada pelo Ativo Total é influenciado principalmente pelas grandes EEM, como a Copel e Sanepar. Por meio dos valores mínimos e máximos é possível notar que as companhias de economia mista possuem perfis muito diversificados, onde, algumas atuam em setores que necessitam de altos investimentos como energia e infraestrutura e outras em atividades com investimentos menores, como eventos e desenvolvimento local.

Em relação à Alavancagem das empresas, é possível notar que o índice médio é de 0,96, sugerindo que as empresas de EEM possuem razoáveis níveis de endividamento. Uma das possíveis causas deve estar ligada ao fato dessas companhias necessitarem principalmente de autorização do controlador para realizar operações de crédito. Na coleta de dados, notou-se que existiam baixos níveis de endividamento no longo prazo, ou seja, as obrigações estavam ligadas principalmente as atividades rotineiras da empresa como pagamento de fornecedores, empregados e tributos. As evidências encontradas corroboram com os resultados do estudo de

Silva et al. (2013), onde encontraram que empresas de economia mista do Estado do Amazonas no período de 2008-2012 possuíam razoáveis indicadores de alavancagem.

Em relação ao Desempenho das EEM, representado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total, é possível verificar que o desempenho é negativo, sugerindo que várias empresas acumulam durante anos prejuízos. O fato das empresas da amostra apresentarem resultados negativos pode estar ligado em como é a gestão das companhias, ou seja, com administradores indicados politicamente. Como previsto na Teoria da Ineficiência das Estatais, observa-se que a interferência governamental pode ainda constituir um dos principais problemas relacionados com o desempenho que essas empresas apresentam (PINTO JUNIOR, 2009).

4.1.4 Análise de Correlação

A análise de correlação busca verificar a existência da associação linear entre duas ou mais variáveis. O coeficiente varia de -1 e +1, sendo que valores próximos de zero apontam não existência correção linear. Quanto mais os valores se aproximarem de -1 ou +1 maior a correlação linear entre as variáveis. A análise de correlação é utilizada como uma forma inicial de investigar relações entre variáveis de um estudo. Embora as variáveis possam estar correlacionadas, não significa necessariamente que são advindas de causalidade. Na Tabela 7 apresenta-se a correlação entre as variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 7: Matriz de Correlação.

		IDC	ISE	EM1	EM3	ROA	ALAV	TAM	GOV	SETOR	CICLO	AUD
IDC	Coef.	1										
	Sig.											
ISE	Coef.	0,269**	1									
	Sig.	0,002										
EM1	Coef.	0,065	0,030	1								
	Sig.	0,449	0,728									
EM3	Coef.	-0,014	-0,016	0,423**	1							
	Sig.	0,867	0,854	0,000								
ROA	Coef.	0,158	0,007	-0,018	-0,014	1						
	Sig.	0,066	0,934	0,833	0,875							
ALAV	Coef.	-0,223**	-0,111	0,308**	0,247**	-0,075	1					
	Sig.	0,009	0,200	0,000	0,004	0,386						
TAM	Coef.	0,457**	0,236**	-0,012	-0,063	0,159	-0,253**	1				
	Sig.	0,000	0,006	0,886	0,469	0,064	0,003					
GOV	Coef.	-0,588**	-0,241**	-0,005	0,119	-0,152	0,354**	-0,523**	1			
	Sig.	0,000	0,005	0,958	0,169	0,078	0,000	0,000				
SETOR	Coef.	0,705**	0,226**	0,036	-0,082	0,127	-0,168	0,402**	-0,272**	1		
	Sig.	0,000	0,008	0,678	0,343	0,140	0,050	0,000	0,001			
CICLO	Coef.	-0,009	-0,053	0,095	0,082	-0,098	-0,042	0,000	0,000	0,000	1	
	Sig.	0,917	0,537	0,271	0,340	0,256	0,630	0,999	1,000	1,000		
AUD	Coef.	0,459**	0,101	-0,084	-0,040	0,019	-0,395**	0,398**	-0,369**	0,287**	0,000	1
	Sig.	0,000	0,244	0,331	0,646	0,827	0,000	0,000	0,000	0,001	1,000	

Legenda: IDC = índice de divulgação obrigatória; ISE = índice de suavização de Eckel; EM1 = primeira métrica de suavização de resultados; EM3 = terceira métrica de suavização de resultados; ROA = desempenho; ALAV = alavancagem contábil; TAM = log do ativo total; GOV = variável binária para esfera de governo; SETOR = variável binária para setor regulado; CICLO = variável binária para período de ciclo político; AUD = variável binária para auditoria independente. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%.

Fonte: dados da pesquisa.

O coeficiente de correlação entre as variáveis IDC e ISE foi estatisticamente significativo e positivo, sugerindo que quando maior os níveis de ISE maior seria os níveis de IDC. Embora seja a relação esperada pela hipótese da pesquisa, é importante observar que o resultado do coeficiente de 0,269 sugere uma baixa relação entre as duas principais variáveis. No entanto, quando observa-se que as métricas EM1 e EM3 apresentaram-se estatisticamente insignificantes e com baixos coeficientes, sugere-se que existem baixas ligações entre as variáveis, ou seja, a suavização de resultados tem questionável força ao explicar os níveis de divulgação. Assim, observa-se que quanto maior os níveis de ISE, maior seria o nível de IDC, indicando que os gestores ao suavizar resultados, estariam aumentando os níveis de divulgação como uma possível forma de reduzir conflitos de agência e dos custos político. (BEUREN; SÖTHER, 2009).

Os resultados para desempenho (ROA) sugerem que quanto maior o desempenho, maior seria os níveis de evidência compulsória, mesmo sendo estatisticamente insignificantes. Esse resultado é alinhado com o pensamento de Kim e Chung (2007), onde

sugerem que empresas de economia mista com desempenho crescente e maiores níveis de divulgações tenderiam a ser menor alvo de políticas de privatizações.

Em relação à variável Ciclo, a correlação não é significativa, sinalizando que em períodos de ciclo político os níveis de cumprimento às obrigações são levemente reduzidos, sendo alinhado com a ideia de que os gestores políticos tenderiam a influenciar as informações em períodos eleitorais (NORDHAUS, 1975; LIMA, 2013).

Para Maia, Formigoni e Silva (2012) empresas com maior alavancagem, divulgam mais informações. Para a variável alavancagem, a correlação foi significativa e negativa, indicando que empresas com menor alavancagem evidenciam menos informações.

É interessante observar que, *a priori*, as variáveis como tamanho, esfera de governo, setor de atuação e auditoria que estão ligadas com pressupostos dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978), foram estatisticamente significantes e esses resultados sugerem que empresas maiores, estaduais, de setores regulados e com auditoria independente tenderiam a divulgar mais informações como uma forma de reduzir a possibilidade de se envolver em processos investigatórios.

4.2 ESTATÍSTICA MULTIVARIADA

4.2.1 Identificação e tratamento de *Outliers*

Após a análise descritiva das variáveis, notou-se que as variáveis independentes possuíam elevada dispersão. Dessa forma, tomou-se o cuidado de verificar se existiam dados extremos (*outliers*). Utilizou-se o escore-Z e a técnica multivariada conhecida como distância de Mahalanobis (D^2) para identificar as observações discrepantes. Para Field (2009) escore-Z é uma forma simples de padronizar os dados uma variável para verificar a existência de valores atípicos. Essa medida tem como objetivo verificar quantos desvios-padrões a observação está da média, sendo calculada pela fórmula abaixo:

$$Z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

Em que,

z = escore z ;

x = observação;

μ = média aritmética das observações;

σ = desvio-padrão das observações;

Convencionou-se, para essa pesquisa, que todos os escores-Z acima de 3 e -3 desvios-padrões poderiam ser observações influentes na análise. Os resultados indicavam que cinco empresas para a principal variável independente ISE seriam *outliers*.

Hair et al. (2009) explica que a distância de Mahalanobis é uma medida para cada observação de forma multidimensional ao longo de um conjunto de variáveis. O objetivo dessa medida é avaliar de maneira multivariada a distância de cada observação a partir do centro médio das observações. A vantagem desse teste é a indicação de determinada observação como atípico, considerando uma combinação de variáveis. Os testes da distância de Mahalanobis foram obtidos com o auxílio do SPSS. Como essa medida segue uma distribuição qui-quadrado, considera-se oito variáveis do modelo. Assim, com sete graus ($k-1$) de liberdade e 1% de nível de significância, os resultados da distância de Mahalanobis apontaram quatro empresas como *outliers*. No entanto, pelo fato de não possuir condições de aumentar os números de observações e a retirada de todas as empresas com indícios de *outliers* poderiam afetar o poder informativo, optou-se por retirar apenas uma empresa baseada nos valores do escore-Z e na distância de Mahalanobis.

É necessário ressaltar que os modelos de regressão foram executados de três formas: (a) com todas as observações; (b) retirando rigorosamente todos os *outliers* e (c) excluindo apenas a observação mais influente. Com isso, notou-se que alguns coeficientes e a significância das variáveis modificavam razoavelmente quando os modelos foram rodados com todas as observações e quando todos os *outliers* foram retirados. No entanto, quando foi retirada apenas a empresa mais discrepante pouco oscilou em relação ao modelo que foram retirados todos os dados extremos. Assim, ao adotar esse critério buscou-se não perder muitos dados e nem deixar empresas que distorcessem as análises.

4.2.2 Análise das Regressões em Paineis

Os modelos econométricos (11), (12) e (13) foram estimados individualmente. Inicialmente, analisou-se a relação das variáveis dependentes e independentes. O intuito foi de verificar o comportamento da variável IDC em relação às variáveis independentes ISE, EM1 e

EM3 controlada pelas variáveis representativas de desempenho, alavancagem, tamanho da empresa, ciclo político, setor de atuação regulado, esfera de governo e auditoria.

Estimaram-se os modelos por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), em seguida foram realizados os testes com a intenção de verificar a melhor abordagem em painel e se o MQO agrupado era adequado. Os resultados dos testes que subsidiaram a escolha do modelo de regressão mais consistente para os dados estão descritos na Tabela 8.

Tabela 8: Diagnóstico do modelo em painel.

Testes	IDC versus ISE	IDC versus EM1	IDC versus EM3
Teste de estimador de efeitos fixos	10,427 (0,000)	10,410 (0,000)	10,353 (0,000)
Teste de Breusch-Pagan	99,646 (0,000)	99,067 (0,000)	98,507 (0,000)
Teste de Hausman	1,632 (0,897)	2,287 (0,808)	1,833 (0,872)

Legenda: IDC = índice de divulgação compulsória; ISE = índice de suavização de Eckel (1981); EM1, EM3 = métrica de suavização de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), *p-value* entre parênteses.

Fonte: dados da pesquisa.

O teste de estimador de efeitos fixos tem por objetivo verificar se o modelo de efeitos fixos é adequado em relação ao modelo de MQO agrupado (*pooled*). A hipótese nula do teste é que o modelo MQO agrupado é consistente, caso seja rejeitada a hipótese sugere-se que o modelo de efeitos fixos é melhor do que o MQO. O objetivo da estatística do teste é um *p-value* > 0,05, pois valores menores indicam para efeitos fixos. Como observa-se na Tabela 8, os valores de *p-value* são todos inferiores a 0,05, rejeitando a hipótese nula e indicando o modelo efeitos fixos. Isso significa dizer que as empresas possuem coeficientes lineares (interceptos) diferentes.

O teste de Breusch-Pagan tem por objetivo verificar se o modelo de efeitos aleatórios é apropriado em relação ao modelo de MQO agrupado. A hipótese nula do teste é que o modelo MQO agrupado é adequado, caso seja rejeitada a hipótese sugere-se que o modelo de efeitos aleatórios é melhor do que o MQO. O objetivo da estatística do teste é um *p-value* > 0,05, pois valores menores indicam para efeitos aleatórios. Como observa-se na Tabela 8, os valores de *p-value* são todos inferiores a 0,05 indicando efeitos aleatórios e sinalizando que as empresas da amostra possuem coeficientes lineares distintos. Assim, prossegue-se o diagnóstico do painel com o último teste.

O teste de Hausman é utilizado para definir o modelo mais adequado, se efeitos fixos ou aleatórios. A hipótese nula do teste de Hausman define é que os estimadores do modelo de efeito aleatórios são consistentes. Se a hipótese nula não for rejeitada, o modelo de efeitos aleatórios é preferível ao modelo de efeitos fixos. No entanto, caso a hipótese nula seja

rejeitada é recomendado o modelo de efeitos fixos, pois os efeitos aleatórios estarão correlacionados com um ou mais regressores (GUJARATI; PORTER, 2011). O objetivo da estatística do teste é um $p\text{-value} > 0,05$, pois se for menor, estará contrariando a hipótese nula que o modelo de efeitos aleatórios é consistente. Pode-se observar que o resultado do $p\text{-value}$ é de 0,897 para a variável independente ISE, 0,808 para EM1 e 0,872 para EM3 sendo os valores todos maiores que 0,05, não rejeitando a hipótese nula e validando que o melhor modelo é por efeitos aleatórios. Na Tabela 9, estão os resultados das regressões com dados em painel pelo modelo de efeitos aleatórios considerando os três modelos das equações (11), (12) e (13).

Na Tabela 9, estão os resultados das regressões com dados em painel pelo modelo de efeitos aleatórios considerando os três modelos das equações (11), (12) e (13).

Tabela 9: Regressão com dados em painel de efeitos aleatórios.

Variáveis Independentes	Modelo 1 - IDC versus ISE	Modelo 2 - IDC versus EM1	Modelo 3 - IDC versus EM3
ISE	0,0003 (-0,0003)		
EM1		0,0000 (0,0001)	
EM3			0,0001 (0,0001)
ROA	0,0006 (0,0063)	0,0001 (0,0063)	0,0001 (0,0063)
ALAV	0,011 ** (0,0048)	0,0099 ** (0,0049)	0,0099 ** (0,0048)
TAM	-0,0029 (0,0101)	-0,00245 (0,0100)	-0,0024 (0,0100)
GOV	-0,1166 *** (0,0291)	-0,1169 *** (0,0289)	-0,1179 *** (0,0290)
SETOR	0,1853 *** (0,0285)	0,1861 *** (0,0283)	0,1868 *** (0,0284)
CICLO	-0,0023 (0,0069)	-0,0032 (0,0070)	-0,0034 (0,0069)
AUD	0,1014 ** (0,0388)	0,1006 ** (0,0385)	0,0997 ** (0,0387)
Constante	0,6544 *** (0,0611)	0,00005 *** (0,0001)	0,6561 *** (0,0000)
R ² - within	0,0479	0,0447	0,0467
R ² - between	0,8013	0,8008	0,8019
R ² - overall	0,7597	0,759	0,7602
Observações	136	136	136

Legenda: IDC = índice de divulgação obrigatória; ISE = índice de suavização de Eckel; EM1 = primeira métrica de suavização de resultados; EM3 = terceira métrica de suavização de resultados; ROA = desempenho; ALAV = alavancagem contábil; TAM = log do ativo total; GOV = variável binária para esfera de governo; SETOR = variável binária para setor regulado; CICLO = variável binária para período de ciclo político; AUD = variável binária para auditoria independente. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%, Erro padrão entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se inicialmente que em todos os modelos os resultados para todas as variáveis foram similares. As variáveis *proxy* de suavização de resultados ISE, EM1 e EM3 não foram significativas e com baixo coeficiente. Isso indica que o fato de suavizar ou não os resultados não interferem nos níveis de divulgação. O pressuposto teórico subjacente é que a suavização tenderia a influenciar os níveis de divulgação. Em partes, o fato da suavização não afetar os níveis de divulgação pode ser explicado pois existem outros fatores que interferem nos níveis de divulgação compulsória.

Fatores dos modelos como alavancagem, esfera de governo, setor e auditoria independente foram significativos em todas as regressões. É razoável supor que empresas com maior alavancagem cumpram as exigências legais, tendo em vista que os credores tenderão a solicitar no mínimo as informações compulsórias. Os resultados encontrados são condizentes com pesquisa de Maia, Formigoni e Silva (2012) que também encontrarem evidências de maiores níveis de divulgação em empresas com maior alavancagem, tal comparabilidade é realizada pelos autores terem investigado a influência da alavancagem na divulgação de informações.

A variável Esfera de Governo recebeu 1 se a empresa fosse municipal e 0 caso contrário. Percebe-se que as empresas que possuem como controlador o governo municipal possuem cerca 0,11 de nível de divulgação a menos do que as empresa estaduais. A ideia subjacente desse resultado está ligada ao fato do nível de cobrança ser maior em empresas do governo estadual, por gerenciarem maiores montantes de recursos, alinhada com a hipótese dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978) que diz que empresas mais sensíveis socialmente tenderiam a adotar procedimentos, como o aumento da divulgação, de forma a legitimar seus atos perante a sociedade.

Em relação ao setor de atuação, a variável recebeu 1 se o setor fosse regulado e 0 caso contrário. As empresas que atuam nos setores Energia, Água e Esgoto e Telecomunicações tiveram aproximadamente 0,18 de nível de divulgação a maior em relação às outras empresas. É natural que essas empresas apresentassem maiores níveis pois, segundo Cooke (1992), a divulgação compulsória pode ser diferente em cada setor da economia e respondem a diversas outras exigências regulamentares e também maior fiscalização.

Giner (1997) encontrou evidências empíricas que empresas espanholas com auditoria independente possuíam maiores níveis de divulgação. Os resultados empíricos encontrados sugerem que as empresas com auditoria independente divulgam em torno de 0,10 a mais do que as empresas sem auditoria. A comparação dos resultados encontrados nessa pesquisa com

as evidências de Giner (1997) deve-se ao fato do autor ter investigado a influência da auditoria independente na divulgação de informações.

Em relação às variáveis de Desempenho, tamanho e ciclo político, elas não foram estatisticamente significantes. A interpretação é que essas variáveis não afetam a evidenciação obrigatória, diferentemente do que era previsto, onde se esperava que elas pudessem influenciar a evidenciação obrigatória.

Sob o ponto de vista da Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), para evitar conflitos entre acionistas e administradores as empresas podem aumentar os níveis de divulgação. Assim como visto na seção de estatística descritiva, o IDC, esteve em torno de 0,75 podendo ser considerado razoável. No entanto, não notou-se um aumento crescente dos níveis de divulgação. A explicação para essa constatação talvez esteja atrelada ao fato de existir pouco relacionamento entre empresas de economia mista paranaense com seus acionistas privados, tendo em vista que na maior parte das empresas analisadas são Sociedade Anônimas de capital fechado e com isso a participação de privados é pequena e o interesse em aumentar a divulgação em algumas empresas pode não existir.

O objetivo dessa pesquisa foi de identificar a associação entre a suavização de resultados e a divulgação de informações compulsórias. Os resultados das regressões demonstraram não existir associação entre as variáveis, mesmo que a análise de correção tenha indicado o contrário. De certa forma, os resultados devem ser interpretados com cautela, não como uma conclusão e sim como indícios, pelo fato de ainda carecem de pesquisa que avaliem divulgação de informações financeiras e suavização de resultados em empresas de economia mista.

5 CONCLUSÕES

Este capítulo apresenta as percepções do pesquisador e sugestões para pesquisas futuras. Inicialmente discorre sobre os diversos aspectos constatados na pesquisa em suas fases, seja na elaboração do referencial teórico, na coleta dos dados e nos resultados obtidos. Posteriormente são fornecidas sugestões para pesquisas futuras.

5.1 PERCEPÇÕES DO PESQUISADOR

A pesquisa utilizou como teoria base a hipótese dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978) e a Teoria do Agente de Jensen e Meckling (1976) para tentar explicar a relação entre suavização de resultados com divulgação de informações compulsórias. A questão da hipótese dos custos políticos é de difícil mensuração pois, segundo Cahan (1992), vários são os fatores que afetam as empresas nas diversas práticas como divulgação de informações e suavização de resultados. Os resultados da pesquisa demonstram que parcialmente a suavização de resultados não é influente na divulgação de informações, o que refuta a ideia de que ao suavizar resultados as empresas divulgariam informações para minimizar conflitos de agência e custos políticos.

Em relação às métricas de divulgação de informações, Popova et al. (2013) afirmam que as pesquisas têm utilizado principalmente índices construídos por pesquisadores. Isso não afasta o fato de existir subjetividade nas análises. O ideal é investigar e utilizar formas mais sofisticadas de análise de divulgação como, por exemplo, o uso programas de computadores capazes de capturar a divulgação de informações, assim como o *software* desenvolvido por Grüning (2011), denominado de *Artificial Intelligence Measurement of Disclosure* (AIMD), utilizado em sua pesquisa sobre divulgação de informações corporativas no mercado de capitais alemão.

É interessante salientar com base na coleta de dados que, *a priori*, os gestores e elaboradores dos relatórios estão preocupados em divulgar os números contábeis do que em explicar como foram encontradas e avaliadas as informações. Essa afirmação é realizada com base nos níveis de divulgação encontrados em cada bloco, sendo que as EEM cumpriram mais os requisitos no tocando à estrutura das demonstrações do que em notas explicativas.

Também em relação à coleta de dados observou-se que as informações divulgadas, em alguns casos, possuem falta de clareza e erros que podem distorcer as percepções relacionadas aos aspectos econômicos, financeiros e patrimoniais. Cita-se a título de exemplo, demonstrações que as totalizações do Ativo Total não eram iguais a somatória do Ativo Circulante e Não Circulante.

Pela natureza da informação ser compulsória, esperava-se que os níveis de divulgação poderiam atingir patamares altos e não índices razoáveis como encontrados. Também notou-se que as informações divulgadas por determinadas empresas careciam de qualidades visuais, dificultando a análise. Percebe-se que as empresas não atendem integralmente as exigências mínimas de divulgação, refletindo os mesmos achados da pesquisa de Maia (2009) em uma empresa de economia mista financeira do nordeste brasileiro. Uma das questões que ainda necessitam de respostas é porque qual razão as empresas não divulgam todas as informações exigidas legalmente.

Em relação às métricas de suavização de resultados, diversas pesquisas têm utilizado o modelo de Eckel (1981) e as métricas de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) como forma de capturar a intervenção dos gestores nos números contábeis como mecanismo reduzir a variabilidade nos resultados. Martinez (2013) afirma que as pesquisas sobre a temática tem se preocupado principalmente em aplicar as métricas e poucos são os estudos que tem realizado propostas de novas métricas.

Ainda em relação às métricas de suavização de resultados utilizadas, percebe-se que a de Eckel (1981) é a que possui maior objetividade no cálculo, pois considera uma relação entre a oscilação do resultado líquido em relação à oscilação de vendas. Cabe ressaltar que no trabalho de Eckel (1981) o termo utilizado para resultado líquido é traduzido em pesquisas nacionais com lucro líquido. Lopes e Tukamoto (2007) afirmam que as métricas EM1 e EM3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) capturam o poder dicionário em relação a fluxos de caixa e *accruals*, sendo que os valores são encontrados indiretamente.

Como reflexão final, faz-se necessário a discussão de ações que administração das empresas de economia mista devem desenvolver com o intuito de garantir a transparência e conseguir legitimar seus atos perante a sociedade, garantindo assim que o complexo sistema público brasileiro possa realmente cumprir com a função: maximizar o bem estar social.

5.2 SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

O referencial teórico da pesquisa é apenas um fragmento sobre as investigações e discussões que ainda cercam questões sobre divulgação de informações e empresas de economia mista. De modo generalista é importante discutir se a evidenciação compulsória de fato contribuiu com a transparência e se a linguagem utilizada é apropriada para o público alvo das informações.

Quando o legislador determina a obrigatoriedade de determinado item, leva-se em consideração que essa informação seja relevante para avaliação da gestão da empresa, principalmente quando estamos nos referindo as Sociedades de Economia Mista. Estudos que avaliassem as razões pelas quais as empresas deixando de divulgar determinado item poderão contribuir com o esclarecimento de incógnitas ainda existentes nessa temática.

A inter-relação das informações compulsórias e voluntárias não são claras e conclusivas e de que forma uma afetar a outra (CONSONI, 2014). Escassos trabalhos foram produzidos sobre a determinada temática com destaque a pesquisa de Einhorn (2004) onde investigou a natureza da interação entre a evidenciação voluntária e obrigatória.

Em relação às EEM são importantes estudos que avaliem o impacto dos agentes políticos na gestão da companhia e de que forma isso afeta a qualidade da informação divulgada. Recomenda-se também que pesquisas futuras investiguem a divulgação voluntária em empresas de economia mista e que se possível seja avaliada EEM de outros Estados, assim de outros países. Sugere-se também investigar outras modalidades de suavização e gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

- ABRANCHES, S. H. A questão da empresa estatal – economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 4, p. 95-105, out./dez. 1979.
- ADHIKARI, A.; DERASHID, C.; ZHANG, H. **Earnings Management to Influence Tax Policy: Evidence from Large Malaysian Firms**. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 16, v. 2, 142-163, 2005.
- ADINA, P.; ION, P. Aspects regarding corporate mandatory and voluntary disclosure. In.: **Annals of the University of Oradea: Economic Science**, 3(1), p. 1407-1411, 2008.
- AHMED, K. Disclosure policy choice and corporate characteristics: a study of Bangladesh. **Asia-Pacific Journal of Accounting**, 3(1), p. 183–203, 1996
- AKMAN, N.H. The Effect of IFRS Adoption on Financial Disclosure: Does Culture Still Play A Role?. **American International Journal of Contemporary Research**. Vol. 1 No.1, July, 2011.
- ALENCAR, R.C. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 114 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- 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.
- AMARAL, G.F.; LIMA, D.V. A contribuição da nova contabilidade pública sobre efeitos dos ciclos políticos no Brasil. **Revista Ambiente Contábil**. v. 5. n. 2, p. 173 – 189, jul./dez. 2013.
- ANTUNES, G. A.; GALDI, F. C; AZEVEDO, F. B.; MENDONÇA, M. M. Instrumentos contábeis de proteção aos recursos públicos investidos nas sociedades de economia mista: uma investigação empírica. In: **Congresso de Controladoria e Contabilidade da USP**. 8, 2008.
- ARAÚJO, J. G. N.; LAGIOIA, U. C.T.; MIRANDA, L. C. Um estudo sobre as evidenciações contábeis dos governos dos estados do nordeste brasileiro sob a ótica da teoria da legitimidade e dos custos políticos. In.: VIII Congresso AnpCONT, 2014, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, p. 1-16, 2014.
- ARRUÑADA, B. Mandatory Accounting Disclosure by Small Private Companies. **European Journal of Law and Economics**, 32 (3), p. 377-413, 2011.
- AVELINO, B.C. **Características explicativas do nível de *disclosure* voluntário de municípios do estado de minas gerais**: uma abordagem sob a ótica da teoria da divulgação. 178 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.
- AVELINO, B. C.; COLAUTO, R. D.; CUNHA, J. V. A. Evidenciação, Teoria da Legitimidade e Hipótese dos Custos Políticos: Estudo no Governo Estadual e Municípios de Minas Gerais. **RIGC - Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, Vol. X, nº 20, Junio-Diciembre, 2012.

- BAIOCO, V.G.; ALMEIDA, J.E.F.; RODRIGUES, A. Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. v. 24, n. 2, p. 11 0-1 36, abr./jun. 2013.
- BALL, R. International Financial Accounting Standards (IFRS): Pros and cons for investors. **Accounting and Business Research** (Special Issue) v. 5-27, 2006.
- BAO, B.; BAO, H. Income smoothing, earnings quality and firm valuation. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 31, n. 9-10, p. 1525-1557, 2004
- BEEKES, W. **Earnings Management in Response to Regulatory Price Review. A Case Study of the Political Cost Hypothesis in the Water and Electricity Sectors in England and Wales**. Lancaster University: The Department of Accounting and Finance, (Accounting and Finance Working Paper Series). September 2003.
- BELKAOUI, A. R. **Accounting: by principle or design?**. London: Praeger, 2003.
- BERTOMEU, J.; MAGEE, R.P. Political Pressures and the Evolution of Disclosure Regulation. **Review of Accounting Studies**, 2013.
- BEUREN, I. M.; SÖTHER, A. A teoria da legitimidade e o custo político nas evidências contábeis dos governos estaduais da região sudeste do Brasil. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 3, n. 5, p. 98 - 120 jan./abr., 2009.
- BIN, D.; CASTOR, B. V.J. Racionalidade e Política no Processo Decisório: Estudo sobre Orçamento em uma Organização Estatal. **RAC**, v. 11, n. 3, Jul./Set. p 35-56, 2007.
- BIN, K; WAN B.; KAMIL, K. Market perception of income smoothing practices: Malaysian evidence. **Journal of Economics and Finance**, v. 26, n. 2, p. 132-146, 2000.
- BOARDMAN, A.E.; VINING, A.R. Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises. **Journal of Law and Economics**, Vol. 32, No. 1, p. 1-33, 1989.
- BOGNETTI, G.; ROBOTTI, L. The Provision of Local Public Services Through Mixed Enterprises: The Italian Case. **Annals of Public and Cooperative Economic**, v.78, n.3, p.415-437, 2007.
- BONFIM, N.B. **O interesse público nas sociedades de economia mista**. 126 f. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.
- BOOTH, G.G.; KALLUNKI, J.P.; MARTIKAINEN, T. Post-announcement drift and income smoothing: Finnish evidence. **Journal of Business Finance and Accounting**, 23(8), p.1197-1211, 1996.
- BRASIL. **Lei nº 8.666**, de 21 de junho de 1993. Regulamenta o art. 37, inciso XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos da Administração Pública e dá outras providências. Disponível em: < <http://www.planalto.gov.br> > Acesso em 13 abr. 2014.
- BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Sociedades por ações. Brasília, 155º da Independência e 88º da República.

- BRASIL. **Constituição** (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal. Disponível em www.planalto.gov.br.
- BROWN, S.; GOETZMANN, W.; LIANG, B.; et al. Mandatory Disclosure and Operational Risk: Evidence from Hedge Fund Registration. **The Journal of Finance**, vol. LXIII, No. 6 December 2008.
- BRYANT-KUTCHER, L.; PENG, E. Y.; ZVINAKIS, K. The Impact of the Accelerated Filing Deadline on Timeliness of 10-K Filings. **Working Paper**, University of Oregon, 2007.
- BRYMAN, A. **Social Research Methods**.4 ed. New York: Oxford University Press, 2012.
- CAHAN, S. F. The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis. **The Accounting Review**, 67(1), p. 77-95, January, 1992.
- CAHAN, S. F.; CHAVIS, B. M.; ELMENDORF, R. G. Earnings Management of Chemical Firms in Response to Political Costs from Environmental Legislation. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, Vol. 12, No. 1, p. 37-65, 1997.
- CAHAN, S. F.; LIU, G.; SUN, J. Investor Protection, Income Smoothing and Earnings Management Informativeness. **Journal of International Accounting Research**, Vol. 7, No. 1, p. 1-24, 2008.
- CAVALCANTE, M. C. N.; LUCA, M. M. M. Controladoria como Instrumento de Governança no Setor Público. **REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 73-90, 2013.
- CHAN, B. L.; SILVA, F. L.; MARTINS, G. A. Destinação de riqueza aos acionistas e aos empregados: comparação entre empresas estatais e privadas. **Rev. adm. contemp. [online]**. vol.11, n.4, p. 199-218, 2007.
- CHAVENT, M.; DING, Y.; FU, L.; et al. Disclosure and determinants studies: an extension using the divide clustering method (DIV). **European Accounting Review**. v. 15, n. 2, p. 181-218, 2006.
- CARDOSO, V. I. C.; MAIA, A. B. G. R.; SANTOS, S. M. D.; SOARES, F. A. O impacto da privatização no desempenho econômico: um estudo em empresas brasileiras de grande porte. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 12, n. 3, p. 183-211, 2013.
- CARVALHO, F.A.Z.; OLIVEIRA, K.V. A contabilidade governamental e a teoria dos ciclos políticos: uma análise empírica fiscal e contábil sobre os municípios do Estado do Rio de Janeiro – 1998/2006. **Revista Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v.3,n.1, p. 46-64, jan/abr. 2009.
- 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.
- CHENG, P.; AERTS, W.; JORISSEN, A. Earnings management asset restructuring, and the threat of exchange delisting in an earnings-based regulatory regime. **Corporate Governance**, 18 (5), p. 438-456, 2010.
- CHOUDHARY, P.; SCHLOETZER, J. D.; STURGESS, J. D. Boards, Auditors, Attorneys and Compliance with Mandatory SEC Disclosure Rules. **Managerial and Decision Economics**, Volume 34, Issue 7-8, p. 471-487, October-December 2013.
- COOKE, T. E. Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. **Accounting and Business Research**, 19(74), 113-124. 1989.

- COOKE, T. E. The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations. **Accounting and Business Research**, 22(87), p. 229–237. 1992
- CONSONI, S. **Divulgação voluntária e sua relação com gerenciamento de resultados contábeis**: evidências no contexto da convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil. 141 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade), Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2014.
- COOPER, D.R.; SCHINDLER, P.S. **Métodos de pesquisa em Administração**. 10 ed., Porto Alegre, Bookman. 2011
- COOPER, K.; KLEIM, G. D. The economic rationale for the nature and extent of corporate financial disclosure regulation: a critical assessment. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 2(3), 189–205, 1983.
- COSTA, T.de A.; SILVA, A.H.C.e; LAURENCEL, L.da C. Escolha de práticas contábeis: um estudo sobre propriedades para investimento em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**. 18 p. 27-36, 2013.
- COX, H. Public enterprises and service providers in institutional Competition and undergoing structural change new challenges to the theory of public economics and public services in Germany. **Annals of Public and Cooperative Economics** 79:3/4, p. 527–547, 2008.
- CUNHA, P.R. da; SANTOS, V. dos; BEZERRA, F.A.; et al. Custos Políticos nas Instituições Financeiras face a resolução 3.518/07 do Bacen. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. 7(2), p. 94-107, abril/junho, 2010.
- CRETELLA JÚNIOR, J. **Administração indireta brasileira: autarquia, concessionária, subconcessionária, permissionária, fundação pública, corporação pública, empresa pública, sociedade de economia mista, autorização, atividade do particular**. 4ª. ed. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2000.
- DECHOW, P. M.; SKINNER, D.J. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. **Accounting Horizons**, 14(2), p. 245-250, 2000.
- DEWENTER, K. L.; MALATESTA, P. H. State – Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity”. **American Economic Review**, 91 (1), p 320-334, 2001.
- DIAMOND D, VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 66, p. 1325–1360, 1991.
- DOBLER, M. Incentives for risk reporting- a discretionary disclosure and cheap talk approach. **The International Journal of Accounting**, v. 43(2), 184–206, 2008.
- ECKEL, N. The income-smoothing hypothesis revisited. **Abacus**, v.17, n.1, p. 28-40, jun., 1981.
- EINHORN, E. The Nature of the Interaction between Mandatory and Voluntary Disclosures. **Journal of Accounting Research**, Vol. 43 No. 4 September, 2005.
- ENTWISTLE, G. M. **Managing disclosure: The case of research and development in knowledge-based firms**. 1997. PhD Thesis. The University of Western Ontario, Canada, 1997.

- FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.
- FOX, M. B. Civil liability and mandatory disclosure. **Columbia Law Review**, vol. 109, No. 2, March 2009.
- GINER, B. The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. **The European Accounting Review**, 16(1), p. 45–68, 1997.
- GODFREY, J.M.; JONES, K.L. Political cost influences on income smoothing via extraordinary item classification. **Accounting and Finance** (39) p. 229-254, 1999.
- GRACE, M. F.; LEVERTY, J.T. Political cost incentives for managing the property-liability insurer loss reserve. **Journal of Accounting Research**, Vol. 48, No. 1, p. 21-49, March 2010.
- GRAHAM, J.R., C.R. HARVEY; S. RAJGOPAL. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, **Journal of Accounting & Economics** v. 40, pp. 3–73, 2005.
- GRÜNING, M. Capital Market Implications of Corporate Disclosure: German. **BuR - Business Research**, Vol. 4, Iss. 1, pp. 48-72. 2011. Disponível em <https://www.business-research.org/2011/1/finance/2977>.
- GUJARATI, D. ; PORTER, D.C. **Econometria Básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH. 2011.
- GÜTH, W.; PULL, K.; STADLER, M.; et al. Compulsory Disclosure of Private Information Theoretical and Experimental Results for the “Acquiring-a-Company” Game. In.: **University of Tübingen Working Papers in Economics and Finance**, No. 69. February, 2014.
- HAIR JR., J. F., ANDERSON, R. E., TATHAM, R. L. B., WILLIAN. **Análise Multivariada de Dados**. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HAN, J.C.Y.; WANG, S. Political cost and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf Crisis. **The Accounting Review**, January 1998.
- HAZEN, T. L. Short-term/Long-term dichotomy and investment theory: Implications for securities market regulation and for corporate law. **The North Carolina Law Review**, v. 70, p. 137-207, 1991.
- HEALY, P., PALEPU, K. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31(1), 405– 440, 2001.
- HEALY, P. M.; WHALEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 13, n. 4, p. 365-383, Dec. 1999.
- HOLTHAUSEN, R.; LEFTWICH, R. The economic consequences of accounting choices. **Journal of Accounting and Economics**, Rochester, 5, p. 77-117, 1983.
- KARIM, A. K. M. W.; AHMED, J. U. Determinants of IAS disclosure compliance in emerging economies: Evidence from exchange-listed companies in Bangladesh. **Working Paper** no. 21, Victoria University of Wellington, 2005.

- KEY, K.G. Political cost incentives for earnings management in the cable television industry. **Journal of Accounting and Economics**, 23, p. 309-337, 1997.
- KIM, J.; CHUNG, H. (2007). **Empirical Study on the Performance of State-owned enterprises and the Privatizing Pressure: The Case of Korea**. Disponível em: < <http://regulation.upf.edu/utrecht-08-papers/jkim.pdf> > Acesso em 29 jun. 2014.
- KIRCH, G.; LIMA, J.B.N. de; TERRA, P.R.S. Determinantes da Defasagem na Divulgação das Demonstrações Contábeis das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, v. 23, n. 60, p. 173-186, set./out./nov./dez., 2012.
- KUMARI, P.; PATTANAYAK, J. K. The Role of Board Characteristics as a Control Mechanism of Earnings Management: A Study of Select Indian Service Sector Companies. **The IUP Journal of Corporate Governance**, Vol. XII, No.-1, p. 58- 68, January 2014.
- KYRIAZIS, N.; METAXAS, T. Path dependence, change and the emergence of the first joint-stock companies. **Business History**. Vol. 53, No. 3, 363–374, 2011.
- 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.
- LACOMBE, A.L.M. A imunidade tributária das sociedades de economia mista. **R.A.E-Revista de Administração de Empresas**, vol. 6, n. 21, out-dez, 1966.
- LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. VISHY, R. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**. Vol. 58, Nos. 1 & 2, p. 3-27, 2000.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings Management and Investor Protection: and international comparison. **Journal of Financial Economics**. V.69, p.505-527, 2003.
- LETFWICH, R. Market failure fallacies and accounting information. **Journal of Accounting and Economics**, v. 2(3), 193-211, 1980.
- LI, F. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. **Journal of Accounting and Economics** v.45, 221-247, 2008.
- 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, E.M. **Análise comparativa entre o índice disclosure e a importância atribuída por Stakeholders a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições de ensino superior filantrópicas do Brasil: uma abordagem as teoria da divulgação**. 200 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009a.
- LIMA, G.A.S.F. Nível de evidenciação × custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 95-108, janeiro/abril, 2009.
- LIMA, G.A.S.F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 118 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- LIU, S.Q.; LU, Z. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. **Journal of Corporate Finance**. 13(5):881–906, 2007.

LONG, N.V; STÄHLER, F. Trade Policy and Mixed Enterprises. **Canadian Journal of Economics**. v. 42, n.2, p.590-614, 2009.

LOPES, T. **Custos Políticos Tributários: O Impacto do tamanho na alíquota tributária efetiva**. 173 f. Tese (Doutorado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 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.

MAIA, F.L.M. **Alterações na legislação societária e a evidenciação das Demonstrações contábeis em sociedades de economia mista: estudo De caso no banco do nordeste do brasil (BNB)**. 159 f. Dissertação (Mestrado Administração e Controladoria), Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2009.

MAIA, H.A; FORMIGONI, H.; SILVA, A.A. Empresas de Auditoria e o Compliance com o Nível de Evidenciação Obrigatório durante o processo de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**. V.14, N. 44, p 335-352, juhl/set., 2012.

MAKAR, S. D.; ALAM, P. Earnings management and antitrust investigations: political costs over business cycles. **Journal of Business Finance & Accounting**, 25(5) e (6), June/July 1998.

MARCOLINO, O. **Princípios de governança corporativa aplicados aos relatórios contábeis nas sociedades de economia mista da Prefeitura do município de São Paulo**. 186 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica). Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP, São Paulo, 2005.

MARRA, A. Internal Regulation by Mixed Enterprises: The Case of the Italian Water Sector. **Annals of Public and Cooperative Economic**, v.78, n.2, p.245-275, 2007.

MAROCO, J.; GARCIA-MARQUES, T. Qual a fiabilidade do alpha de Cronbach? Questões antigas e soluções modernas? **Laboratório de Psicologia**. V. 4(1), p. 65-90, 2006.

MARTINEZ, A.L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 167 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

_____; CASTRO, M. A. R. The Smoothing Hypothesis, Stock Returns and Risk in Brazil. **Brazilian Administration Review - BAR**, Curitiba, v. 8, n. 1, p. 1–20, jan./mar. 2011.

_____. Gerenciamento de resultados no Brasil: um *survey* da literatura. **Brazilian Business Review- BBR**. v.10, n.4, Vitória-ES, Out.- Dez. p 1-31, 2013.

MATSUURA, S. On the relation between real earnings management and accounting earnings management: income smoothing perspective. **Journal of International Business Research**, Volume 7, Special Issue 3, 2008.

MATSUMURA, T.; MATSUSHIMA, N. Endogenous Cost Differentials between Public and Private Enterprises: A Mixed Duopoly Approach. **Economica**, 71, p. 671–688, 2004.

MEIRELLES, H. L.; ALEXO, D. B.; BURLE FILHO, J. E.. **Direito Administrativo Brasileiro**. 38ª Ed. Malheiros. São Paulo, 2012.

- MICHELSON, S. E.; JORDAN-WAGNER, J.; WOOTTON, C. W. A market based analysis of income smoothing. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 22, n. 8, p.1179-1193, 1995.
- MOK, M.K; CHAU, S.S.M. Corporate Performance of Mixed Enterprises. **Journal of Business Finance & Accounting**. v. 30, p.513-537, 2003.
- MOSS, S. An Experiment in Mixed Enterprise. **Bulletin of the Oxford University Institute of Economics & Statistics**. v. 26, p.195-204, 1964.
- MOSCOGLIATO, M. A sociedade de economia mista tem imunidade falimentar?. In.: CONRADO, P (cord.). **Direito Público Atual**. ed. Quartier Latin, São Paulo-SP, 2003.
- MOYER, A.; SHEVLIN, C. Income smoothing and incentives: empirical test. **The Accounting Review**. Sarasota, v. 62, n. 2, p. 358-377, 1995.
- MÜHLENKAMP, H. From state to market revisited: more empirical evidence on the efficiency of public (and privately-owned) enterprises. **MPRA - Munich Personal RePEc Archive**, Paper No. 47570, posted 12. June 2013.
- NOSSA, S.N.; et al. Privatizar ou não? Eis a questão: um estudo empírico sobre a rentabilidade das empresas de economia mista e empresas privadas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2007. **RAP-Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro, 45(4):1031-54, Jul./ago., 2011.
- NORDHAUS, W. D.. The Political Business Cycle. **Review Of Economic Studies**. v. 42, n.2, 169. (1975)
- ODAINKEY, H. N.; SIMPSON, S.N.Y. Ensuring Accountability in State-owned Enterprises: Examining the Role of Annual Reports from a Middle Income Country's Perspective. **The Journal of Institute of Public Enterprise**, Vol. 36, No. 1&2, p 1-21, 2013.
- OWUSU-ANSAH, S. The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. **The International Journal of Accounting**, 33(5), p. 605–631, 1998.
- PAANANEN, M. (2008). Fair value accounting for goodwill under IFRS: An exploratory study of the comparability in France, Germany, and the United Kingdom. **Social Science Research Network - Working paper**. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=1275803>> Acesso 03 Abr. 2014.
- PAGLIARUSSI, M. S.; RIBEIRO, J. F.; SILVA, A. R. L.; SILVA JÚNIOR, A. Escolhas linguísticas, custos políticos e gerenciamento da imagem corporativa: o caso da Aracruz Celulose S.A. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 9, nº 4, artigo 11, Rio de Janeiro, Dez., 2011.
- PARGENDLER, M.; MUSACCHIO, A; LAZZARINI, S. G. In Strange Company: The Puzzle of Private Investment in State Controlled Firms. **Harvard Business School Working Paper**, n.13–071, February 2013. Acesso em Mar. 2014.
- PINTO JUNIOR, M.E. **O Estado como acionista controlador**. 517 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- PONTE, V.M.R.; OLIVEIRA, M.C.; MOURA, H.; CARMO, R.C.A. Análise das Práticas de Evidenciação de Informações Obrigatórias, Não-Obrigatórias e Avançadas nas Demonstrações Contábeis das Sociedades Anônimas no Brasil: Um estudo comparativo dos exercícios de 2002 a 2005. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**. São Paulo, v. 18 ,n. 45 , p. 50 - 62 • set./dez., 2007.

- POPOVA, T.; et al. Mandatory Disclosure and Its Impact on the Company Value. **International Business Research**. Vol. 6, No. 5; 2013
- RATTNER, H. As empresas estatais brasileiras e o desenvolvimento tecnológico social. **Revista Administração Empresas**. Abr-Jun, 5.12, v.24 (2), 1984.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation. **Journal of Accounting and Economics**. v.42 (3) p. 335–370, 2006.
- RIBEIRO, F. **Board interlocking e suavização de resultados: estudo em Companhias brasileiras de capital aberto sob a ótica de redes Sociais**. 88 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade), Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2013.
- 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.
- SALAMON, G. L.; DHALIWAL, D. S. Company size and financial disclosure requirements with evidence from the segmental reporting issue. **Journal of Business Finance & Accounting**, 7, 4, p. 555- 568, 1980.
- SALOTTI, B.M; YAMAMOTO, M. M. Ensaio Sobre a Teoria da Divulgação. **BBR - Brazilian Business Review**, Jan.-Jun., 53-70, 2005.
- SANTOS, M. A. C. dos; CAVALCANTE, P.R.N.; RODRIGUES, R.N. Tamanho da firma e outros determinantes da tributação efetiva sobre o lucro no Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v.6, n.2, p. 179-210, 2013.
- SANTOS, O.M. **Lobbying na Regulação Contábil e Qualidade da Informação: Evidências no setor petrolífero**. 265 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade e Economia, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.
- SARIOGLU, S. E.; DEMIRCI, E. (2012). **The comparative financial performance of state-owned and privately owned firms: empirical evidence from Turkish economy**. Disponível em: < http://serpam.org/wp-content/uploads/eren_sarioglugdemirci2013.pdf > Acesso em 10 jun. 2014.
- SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**. Sarasota, vol.3, p.91-102, December 1989.
- SGARBI, A.A. **Modelos de governança corporativa e sociedades de economia mista – qual o modelo de governança mais adequado às sociedades de economia mista**. 377 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais-UFMG, Belo Horizonte, 2011.
- SILVA, S.S.; OLIVEIRA, M.R.; SOUZA, M.R.N.; SOUZA, W.A.R.; MENDENÇA, M.B.; Avaliação do Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas de Economia Mista do Estado do Amazonas. **CAP Accounting and Management**, n. 07,v. 7, p. 151-164, 2013.
- SIQUEIRA, I. A.S. **Acordos de Acionistas das Sociedades de Economia Mista de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2012.
- SOUZA, W.A.R.; SOUZA, M.S.; SANTOS, S.A.; et al... Avaliação de *Disclosure* Obrigatório de Informações Administrativas nos Portais de Transparência das Assembléias Legislativas da Região Norte. In.: IV Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis - ADCONT, 2013, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, p. 1-15, 2013.

- SPENCER, D.L. Mixed Enterprise as a Tool of Economic Development: India's Contribution. **The American Journal of Economics and Sociology**. v. 14, p.139-158, 1955.
- 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.
- VILLARREAL, R. Economia mista e jurisdição do Estado: para uma teoria da intervenção do Estado na Economia. **Revista de Economia Política**. v. 4, n. 4, out-dez, 1984.
- WALLACE, R.S.O; NASER, K. Firm-specific determinants of comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, 14, 311-368, 1995.
- WALKER, C. E. The history of the joint stock company. **Accounting Review**. V.6, n.2, 97. 1931.
- WATTS, R.L.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. **The Accounting Review**, Vol. 53, p. 112-134, 1978.
- WEEKS, D.H. Public-Private Enterprise for the Railroad Industry. **Transportation Journal**. v. 9, n.2. 5-11, 1969.
- WERNECK, R. L. F. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, 19(2), p. 277-307, 1989.
- YANG, C.Y.; MURINDE, V.; DING, X. (2010). **Ownership Structure, Corporate Governance and Income Smoothing in China**. European Financial Management Symposium. Disponível em: <http://efmaefm.org/0efmsymposium/china-2010/papers/efm2010_2.pdf> Acesso em 10 ago. 2014.
- YANG, J.; CHI, J.; YOUNG, M. A review of earnings management in China and its implications. **APEL- Asian Pacific Economic Literature**. 10.1111/ p. 1467-8411, 2012.
- ZHU, A. Public enterprises in mixed economies: their impact on social equity (preliminary draft). In.: IDEAS' International Conference on 'Economic Openness and Income Inequality: Policy Options for Developing Countries in the New Millennium in Shanghai, China. **Anais...** China: 21-27 August 2006.