

---

# GOVERNANÇA CORPORATIVA E EARNINGS MANAGEMENT EM EMPRESAS NEGOCIADAS NA BM&FBOVESPA

Laíse Ferraz Correia <sup>1</sup>

Hudson Fernandes Amaral <sup>2</sup>

Pascal Louvet <sup>3</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 26/09/2016 ▪ Artigo aceito em: 02/03/2017 ▪▪ Segunda versão aceita em: 19/04/2017

## RESUMO

Este artigo analisou a relação entre mecanismos de governança corporativa, *earnings management*, qualidade das informações financeiras e características específicas de empresas listadas na BM&FBOVESPA. O argumento foi construído a partir da hipótese de custos de comprometimento de Jensen e Meckling (1976), da discussão sobre qualidade das informações de Bushman e Smith (2003) e das evidências empíricas, tais como Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2004), Fernandes e Ferreira (2007), e, no Brasil, Lopes e Tukamoto (2007), Martinez (2001, 2010a), Barros, Soares e Lima (2013), Holanda, Rebouças e Coelho (2013) e Mazzioni et al (2015). Observou-se associação negativa entre *earnings management* e variação na receita bruta, sugerindo que quanto maiores as oportunidades de crescimento da empresa, menores os níveis de *earnings management*. Verificou-se, também, relação inversa entre *earnings management* e dependência de recursos externos. E, a análise dos determinantes da qualidade dos lucros publicados revelou associação inversa e significativa com a concentração de propriedade. Este estudo contribuiu para a literatura sobre a relação entre governança e *earnings management* ao analisar se, em um contexto como o brasileiro de elevada concentração de propriedade e com conselhos de administração em que predominam representantes dos acionistas controladores, os mecanismos de governança permitiriam, efetivamente, inibir níveis de

---

<sup>1</sup> Doutora em Administração. Professora de Finanças do Departamento de Ciências Sociais Aplicadas e do Programa de Pós-graduação em Administração do Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (PPGA/CEFET-MG). E-mail: laise@dcsa.cefetmg.br

<sup>2</sup> Doutor em Ciências de Gestão. Professor Titular do Departamento de Ciências Administrativas e do Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD) da UFMG. Professor Catedrático Visitante do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa (ISEG/ULISBOA). E-mail: hfamaral@face.ufmg.br

<sup>3</sup> Doutor em Ciências de Gestão. Professor de Finanças da Université Pierre-Mendès-France – Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Grenoble. E-mail: pascal.louvet@iae-grenoble.fr

*earnings management*. No total, as evidências empíricas encontradas permitem concluir apenas que a dispersão de propriedade é efetiva nesse sentido.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Informações Contábeis; *Earnings Management*

## **CORPORATE GOVERNANCE AND EARNINGS MANAGEMENT AT COMPANIES LISTED ON BM&FBOVESPA**

### **ABSTRACT**

*The purpose of this paper was to analyze the relationship between governance mechanisms, earnings management, the quality of financial information disclosed and firm-level characteristics of companies listed on BM&FBOVESPA. The argument was built upon the Jensen and Meckling (1976) bonding costs hypothesis, the Bushman and Smith (2003) argument about the quality of information disclosed and, on the empirical evidence such as Leuz, Nanda and Wysocki (2003), Ashbaugh-Skaife, Collins and LaFond (2004), Fernandes and Ferreira (2007) and, in the Brazilian context, Lopes and Tukamoto (2007), Martinez (2001, 2010a) and Barros, Soares and Lima (2013), Holanda, Rebouças and Coelho (2013) and Mazzioni et al (2015). We find out that earnings management associates negatively with the gross revenue. This suggests the higher the growth opportunities, the lower earnings management level. We also find an inverse relationship between earnings management and dependence on external resources. The analysis of the determinants of the quality of profits disclosed showed an inverse and significant relationship with ownership concentration. This research contributes to the literature on the relationship between governance and earnings management since it analyses if in an environment of high ownership concentration and boards controlled by large shareholders like the Brazilian market, the governance mechanisms effectively allow to restrain earnings management levels. To sum up, the empirical evidences found allow us to make the conclusion that only ownership dispersion is effective in achieving this purpose.*

**Keywords:** Corporate Governance; Accounting Information; *Earnings Management*.

### **1 INTRODUÇÃO**

A qualidade das informações financeiras publicadas pela companhia constitui elemento-chave, na medida em que possibilita a redução da assimetria de informações entre investidores internos e externos e, por consequência, diminui os conflitos de interesse entre eles. Os investidores se valem das informações publicadas pela empresa para efetuar suas

previsões, por exemplo, a estimação dos fluxos de caixa futuros, que são a base para que efetuem as suas escolhas de investimento. Assim sendo, a falta de qualidade nas informações financeiras impõe maior risco aos acionistas externos, o que os leva a aumentar seus esforços de monitoramento e, como resultado, o custo do capital.

Interpretada na perspectiva dos custos de comprometimento de Jensen e Meckling (1976), maior qualidade de informações publicadas representa uma estratégia dos dirigentes ou acionistas controladores para reduzir os conflitos de interesse com os acionistas externos. Isto é, eles escolhem divulgar resultados financeiros com conteúdo mais preciso para se beneficiar dos seus efeitos sobre a redução dos custos de agência.

O argumento de autores, tais como, Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lang, Raedy e Yetman (2003) e Leuz (2006) é de que os dirigentes/acionistas controladores das companhias negociadas em mercados com alto nível de divulgação de informações e de proteção dos acionistas minoritários manipulam menos as informações de lucro publicadas, fornecendo, então, informações financeiras de maior qualidade aos investidores externos. Leuz, Nanda e Wysocki (2003) desenvolveram um conjunto de medidas que servem como *proxies* de gerenciamento de resultados (*earnings management*), as quais visam mensurar a extensão pela qual os investidores internos utilizam-se da sua liberdade contábil para alterar a performance econômica da firma.

Nessa perspectiva, a qualidade da governança de uma companhia está diretamente associada à qualidade das suas informações prestadas. A maior qualidade nos fluxos de informações de lucros oferece aos investidores externos um suporte maior para a tomada da decisão de investimento, sendo inversamente relacionada aos seus conflitos de agência.

Os mecanismos de governança são instrumentos complementares que buscam o alinhamento das atitudes e escolhas de administradores aos interesses dos acionistas, quando se baseiam na teoria da agência. Conforme enfatizado por Core, Guay e Larcker (2003), a performance econômica de uma organização pode ser influenciada pelas ações de monitoramento empreendidas não apenas pelo seu conselho de administração, mas também pelos seus credores e investidores institucionais. Possivelmente, nem todos os mecanismos abordados pela teoria e pela evidência empírica de governança sejam igualmente efetivos no contexto brasileiro, haja vista as características das nossas empresas, sobretudo quanto às suas estruturas de propriedade e de controle concentradas.

Os estudos acerca do relacionamento entre gerenciamento de resultados e governança corporativa no contexto brasileiro se impulsionaram a partir do trabalho de Martinez (2001), que analisou a influência de variáveis do conselho de administração. Similarmente à Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lopes e Tukamoto (2007) e Lopes, Tukamoto e Galdi (2007) analisaram se empresas brasileiras com ADRs manipulam menos os seus resultados em relação às empresas com ações negociadas apenas no mercado

doméstico, mas não encontraram evidências significativas. Todavia, valendo-se das *proxies* de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Sandrin e Soares (2012) encontram evidências significativas de menor nível de *earnings management* em empresas latino-americanas com ADRs, incluindo brasileiras.

Recentemente, Martinez (2010b) verificou que empresas do segmento Novo Mercado da *BM&FBOVESPA*, o mais exigente em termos de governança, e as que são auditadas por grandes companhias de auditoria reduzem o nível de *earnings management* por escolhas contábeis. A estrutura do conselho de administração e a firma de auditoria também se mostraram relevantes na redução do gerenciamento de resultados na análise de Martinez (2010a). Similarmente, Barros, Soares e Lima (2013) observaram que a intensidade de gerenciamento de resultados é menor nas empresas listadas na *BM&FBOVESPA* que contam com mais atributos de governança no período 2008-2010.

Evidências empíricas diferentes foram observadas em Erfurth e Bezerra (2013), que analisaram se o maior nível de governança das companhias dos segmentos N1, N2 e Novo Mercado da *BM&FBOVESPA* se correlacionam com os níveis de *earnings management* no período de 2000 a 2007, porém os seus resultados não se mostraram significativos. Da mesma forma, Konraht, Soutes e Alencar (2016) mostraram que empresas brasileiras negociadas na *BM&FBOVESPA*, tanto as dos níveis de governança diferenciada, quanto as do segmento tradicional, se valem igualmente de práticas de alisamento de resultados. Ou seja, não encontraram evidências de associação entre governança e *earnings management* no Brasil. Essas evidências contrárias sugerem a falta de consenso na explicação do relacionamento entre governança e gerenciamento de resultados nos estudos brasileiros, como já havia comentado Martinez (2013).

Neste artigo, posicionou-se no sentido de identificar em um conjunto de mecanismos de governança evocados da teoria da agência, e de características específicas das empresas, aqueles que ajudam a explicar a qualidade das informações publicadas, avaliada por seus níveis de *earnings management*, mensurados pelas *proxies* de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e pela medida de mercado de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2004).

A argumentação foi construída a partir da hipótese de custos de comprometimento de Jensen e Meckling (1976), da discussão sobre qualidade das informações divulgadas de Bushman e Smith (2003) e das evidências empíricas, tais como Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lang, Raedy e Yetman (2003), Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2004), Fernandes e Ferreira (2007), Cornett, McNutt e Tehranian (2009) e González e García-Meca (2014); e, no Brasil, Lopes e Tukamoto (2007), Martinez (2001, 2010a), Barros, Soares e Lima (2013) e Holanda, Rebouças e Coelho (2013).

Este artigo contribuiu para a literatura acerca da relação entre governança e *earnings management* na medida em que considera não apenas uma dimensão da governança, mas diversas. Na perspectiva da teoria da agência, o conselho de administração e a estrutura de

propriedade funcionam como mecanismos de monitoramento de dirigentes. Assim, pode-se questionar se, apesar das especificidades do ambiente brasileiro, marcado por elevada concentração de propriedade e controle e por conselhos dominados por controladores, esses mecanismos auxiliariam efetivamente na redução dos níveis de *earnings management*.

## 2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E EARNINGS MANAGMENT

A qualidade dos resultados divulgados possibilita a redução da assimetria de informações entre os investidores internos e os externos e, por consequência, diminui os conflitos de interesse, os quais afetam o valor de mercado da empresa. Conforme ressaltam Bushman e Smith (2003), as estruturas de governança têm por finalidade: assegurar que os acionistas minoritários recebam informações confiáveis sobre o valor da firma; impedir a apropriação indevida dos seus rendimentos pelos dirigentes/controladores; e incentivar os administradores a maximizar o seu valor.

Esses autores argumentam que a transparência corporativa consiste na ampla disponibilidade de informações relevantes e confiáveis sobre o desempenho periódico, a posição financeira, as oportunidades de investimento, os instrumentos de governança, o valor e o risco de firmas negociadas publicamente. Eles discutem, ainda, que as medidas para estimar o nível de transparência geralmente se enquadram em três categorias: a) qualidade dos relatórios corporativos; b) intensidade de aquisição de informação privada por analistas, investidores institucionais ou *insiders*; e c) qualidade da disseminação de informação.

A qualidade na divulgação refere-se, assim, a todas as informações necessárias aos acionistas externos para que exerçam os seus direitos, estando, portanto, relacionada à proteção dos investidores. Autores como Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lang, Raedy e Yetman (2003) e Leuz (2006) argumentam que os dirigentes/controladores das companhias negociadas em mercados com alto nível de *disclosure* e de proteção dos minoritários manipulam menos as informações de lucro publicadas, fornecendo informações de maior qualidade aos investidores externos. Shipper (1989) entende que a manipulação dos lucros consiste na intervenção intencional nas informações financeiras divulgadas com o propósito de obter ganhos privados.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) focalizam a proteção dos investidores como fator significativo da manipulação dos lucros. Os incentivos para uma apresentação imprecisa da performance da firma, mediante a manipulação dos lucros, surgem, em parte, devido ao conflito de interesses entre investidores internos e externos. Eles sugerem que os investidores internos, acionistas controladores ou dirigentes, podem tirar proveito do seu controle para obter vantagens em detrimento dos minoritários. Como os benefícios privados do controle são mais acentuados em países com baixa proteção

dos investidores, supõe-se que o nível de manipulação dos lucros nesses países seja, também, mais elevado.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) desenvolveram quatro medidas de *earnings management* para mensurar a extensão pela qual os agentes utilizam-se da sua liberdade contábil para alterar a performance da firma. Segundo eles, como é difícil especificar quais técnicas são empregadas para ofuscar o resultado, suas *proxies* se destinam a captar uma variedade de práticas possíveis, tais como suavização dos lucros (EM1 e EM2) e manipulação de itens contábeis (EM3 e EM4). As medidas são:

- a) EM1 – suavização dos lucros operacionais (*earnings smoothing*), representada pela razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida e o desvio padrão do fluxo de caixa operacional. Visa medir o grau pelo qual os *insiders* reduzem a variabilidade dos lucros publicados mediante a alteração dos itens contábeis (*accruals*). Considera-se que os *insiders* podem exercer a sua liberdade contábil para suavizar os lucros publicados, por exemplo, transferindo itens de um ano para o outro.
- b) EM2 – suavização e correlação entre alterações nos *accruals* e no fluxo de caixa das operações. Visa identificar se os *insiders* utilizam sua liberdade contábil para conciliar os choques econômicos com os fluxos de caixa operacionais. Considera-se que os *insiders* podem acelerar a publicação de receitas futuras ou atrasar a publicação de custos atuais para esconder um resultado ruim. Além disso, eles podem publicar uma performance inferior para criar reservas para o futuro, isto é, esconder uma elevada performance atual.
- c) EM3 – magnitude dos componentes contábeis (*accruals*), representada pela razão entre o valor absoluto dos *accruals* e o valor absoluto dos fluxos de caixa operacionais. Visa medir a extensão pela qual os *insiders* exercem sua liberdade contábil para publicar incorretamente o resultado da firma. Considera-se que os *insiders* podem, por exemplo, exagerar os lucros publicados para alcançar certas metas ou publicar performance extraordinária em determinados momentos como os de emissões de novas ações.
- d) EM4 – publicação de pequenas perdas, que mede se os *insiders* utilizam sua liberdade contábil para evitar a divulgação de pequenas perdas.

Inicialmente, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) formaram *clusters* dos países analisados em função de algumas das variáveis de La Porta *et al.* (1998), tais como *proteção dos investidores* e *concentração de propriedade*. Em seguida, analisaram se a manipulação dos lucros varia entre os *clusters*, sendo observada uma menor intensidade dessa prática nas firmas de países com elevada proteção e com propriedade mais difusa. Finalmente, estimaram um modelo de regressão, cujos resultados sugerem associação negativa e significativa entre *earnings management* e proteção dos investidores.

Em enfoque semelhante, Lang, Raedy e Yetman (2003) testaram se a qualidade das informações publicadas é superior nas companhias cujas ações são negociadas em bolsas norte-americanas. Supôs-se que, com a listagem, a qualidade das informações no mercado doméstico aumentaria, haja vista a obrigatoriedade de publicar suas demonstrações financeiras em conformidade com os US GAAP – princípios contábeis geralmente aceitos dos Estados Unidos – e de submeter-se às normas da SEC e dessas bolsas.

Lang, Raedy e Yetman (2003) empregaram um conjunto de *proxies* de manipulação dos lucros, similares às *proxies* EM1 e EM2 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), porque, conforme suas argumentações, a impossibilidade de observar diretamente esse constructo pode conduzir a erros de medida. Se os resultados forem consistentes para as diversas *proxies* de *earnings management*, tem-se maior segurança de que as escolhas contábeis estão sendo expressas pelo constructo, embora não se possa descartar totalmente o efeito de outros fatores. Seus resultados sugeriram que as companhias listadas nas bolsas norte-americanas suavizam menos os lucros, em comparação às demais companhias.

Fernandes e Ferreira (2007) empregaram as *proxies* EM1, EM2 e EM3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para examinar a influência das características da firma, do setor de atividade e do país sobre a qualidade da informação. Supôs-se que as firmas de países com baixa proteção dos investidores podem se comprometer com melhores padrões de transparência, havendo, portanto, variabilidade entre elas quanto à qualidade das informações prestadas. A partir de uma amostra de empresas de países emergentes e desenvolvidos, eles observaram que as características da firma são determinantes significativos do nível de *earnings management*. Oportunidades de investimento, dependência de financiamento externo e valor dos ativos circulantes disponíveis revelaram-se positivamente associados à qualidade da informação divulgada. Concentração de propriedade e tamanho da firma mostraram-se inversamente relacionados. Ademais, verificou-se que o setor de atividade exerce influência significativa na determinação da qualidade das informações prestadas.

Fernandes e Ferreira (2007) observaram que as firmas de países com baixa proteção dos investidores apresentam, em média, maiores escores de *earnings management*. No entanto, observou-se que mesmo nesses países há firmas com elevada qualidade de informações, o que se explica pela presença de fatores específicos da firma e do setor de atividade no modelo estimado. Esses autores efetuaram, ainda, uma regressão em que a listagem em bolsas norte-americanas foi introduzida como variável determinante da qualidade da informação. A exemplo de Lang, Raedy e Yetman (2003), observou-se que as companhias com ADRs 2 e 3 apresentaram menores níveis de *earnings management*.

Leuz (2006) também usaram as *proxies* EM1, EM2 e EM3 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para comparar a qualidade das informações publicadas entre três grupos: firmas estrangeiras listadas nas bolsas norte-americanas;

firmas estrangeiras não-listadas; e firmas norte-americanas negociadas na bolsa. Os resultados mostraram que as firmas estrangeiras listadas manipulam menos os lucros quando comparadas com as firmas que não estão listadas, mas seus níveis de *earnings management* são superiores aos das firmas norte-americanas. Assim, embora contribua para o aumento da qualidade das informações publicadas, a listagem não proporciona o mesmo nível de qualidade da informação das firmas dos Estados Unidos.

Leuz (2006) analisou, ainda, se essas diferenças entre os três grupos persistem após controlar o efeito da estrutura de propriedade e do nível de proteção dos investidores. Observou-se que a concentração de propriedade contribui para o ofuscamento das informações publicadas e a proteção dos investidores exerce efeito contrário. Em suma, após a inclusão dos fatores de controle, os grupos de companhias com ADRs 2 e 3 e de firmas norte-americanas continuam a apresentar níveis de *earnings management* significativamente menores em comparação ao grupo de firmas não listadas.

No mercado brasileiro, Lopes e Tukamoto (2007) e Lopes, Tukamoto e Galdi (2007) se valeram das *proxies* de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para analisar se companhias com ADRs gerenciam menos os seus resultados, mas não corroboraram essa hipótese.

Em uma revisão de estudos empíricos sobre *earnings management* no Brasil, Martinez (2013) concluiu que a maioria ainda é concentrada na medida *accruals* para representar o gerenciamento de resultados, mostrando ser incipiente a utilização de decisões operacionais, que, segundo Graham, Harvey e Rajgopal (2005), representa uma medida mais avançada nesse campo de estudos. Aquele autor não encontrou nenhum estudo que representasse o gerenciamento por meio das escolhas na apresentação das demonstrações contábeis. Segundo Martinez (2013), predominam os *accruals* como medidas de *earnings management* no Brasil.

Nagar e Sen (2016) sugerem que os gestores das empresas indianas, as quais são em geral familiares e estão sujeitas a um ambiente de baixo nível de governança corporativa e proteção dos investidores, se concentram nos lucros operacionais para gerenciar os resultados. Especificamente, esses autores sugerem que os dirigentes alteram (reclassificam) despesas operacionais para itens especiais, de modo a inflar os ganhos operacionais.

Martinez (2013) comenta sobre a inconclusividade observada nos estudos brasileiros que relacionam gerenciamento de resultados e níveis diferenciados de governança. Os resultados das pesquisas de Holanda, Rebouças e Coelho (2013), Mazzioni et al (2015) e Konraht, Soutes e Alencar (2016) corroboram esse argumento, uma vez que não encontram evidências de que a governança corporativa tenha um papel na redução dos níveis de gerenciamento de resultados em companhias do mercado de capitais brasileiro.

Diferentemente, os resultados de Filip e Raffournier (2014) sugerem uma associação negativa e significativa entre suavização dos resultados e governança corporativa em uma amostra de empresas abertas europeias

(16 países), antes e durante o período da crise financeira 2008-2009. O efeito negativo da independência do conselho de administração sobre o gerenciamento de resultados também se mostrou significativo em Cornett, McNutt e Tehranian (2009) para uma amostra de bancos norte-americanos; Chi et al (2015) para empresas familiares tailandesas (que se mostraram mais propensas a se envolver em gerenciamento de resultados); e Busirín, Azmi e Zakaria (2015) para empresas da Malásia.

Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2004) utilizaram um enfoque mais geral para examinar o efeito da qualidade das informações contábeis, estrutura de propriedade, proteção dos acionistas e estrutura do conselho de administração sobre o custo de capital. As *proxies* utilizadas para medir a qualidade das informações financeiras foram: a) *timeliness* – transparência dos lucros, resíduo quadrado da regressão do retorno de mercado sobre o lucro da companhia. Supõe-se que elevada correlação entre lucros e retornos seja indicativo de maior qualidade da informação, ou seja, elevados resíduos indicariam baixa qualidade; b) magnitude dos *accruals* anormais, obtidos mediante modelo de Jones (1991). Supõe-se que elevada magnitude de *accruals* anormais (diferença entre *accruals* totais e esperados) seja indicativo de menor transparência dos lucros; c) percentual de membros independentes no comitê de auditoria, o que reflete o monitoramento do processo de elaboração dos demonstrativos financeiros. Supõe-se que maior número de membros externos possibilite maior qualidade às informações publicadas. Em geral, os seus resultados sugeriram relação inversa e significativa entre qualidade das informações publicadas e custo de capital. Ou seja, quando há menos assimetria de informação, os investidores demandam menor retorno.

A influência de grandes investidores no sistema de controle das companhias foi considerada por Jensen (1993). Os investidores ativos, indivíduos ou instituições que detêm elevadas posições acionárias ou credoras, são importantes para o funcionamento do sistema de governança, porque têm interesse financeiro e, ao mesmo tempo, independência. Consequentemente, eles possuem melhores condições para monitorar, participar do conselho de administração e, às vezes, até mesmo conduzir a companhia. Jensen (1993) considera que instituições como bancos, fundos de pensão, companhias de seguro, fundos mútuos e gestores de fundos são investidores ativos naturais, o que os torna agentes importantes do controle.

Em uma análise abrangendo diversos países, inclusive o Brasil, Lel (2013) documentou que a propriedade de investidores institucionais estrangeiros está associada a menores níveis de *earnings management* – segundo *proxies* de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), principalmente nos países com fraca proteção dos investidores. Gonzáles e García-Meca (2014), entretanto, não encontraram evidências de redução de *earnings management* pela participação de investidores institucionais no capital. Assim como Gonzáles e García-Meca (2014), Holanda, Rebouças e Coelho (2013) não encontraram evidências de associação entre a propriedade

institucional e a redução dos níveis de gerenciamento de resultados em uma amostra de companhias listadas na *BM&FBOVESPA* entre 2006 e 2010. O estudo recente de Mazzioni et al (2015) corrobora esse resultado. Esses autores analisaram a influência da governança e estrutura de capital sobre *earnings management* de empresas listadas na *BM&FBOVESPA* entre 2010 e 2013. Os seus resultados sugerem: a) gerenciamento de resultados baixo nos anos de 2010 e 2011; b) aumento do gerenciamento de resultados no período 2012-2013; c) influência da governança na redução dos níveis de gerenciamento de resultados no ano de 2010, corroborando os resultados de Barros, Soares e Lima (2013) e ausência desse efeito no período de 2011-2013, corroborando o estudo de Erfurth e Bezerra (2013).

González e García-Meca (2014) também analisaram o relacionamento entre mecanismos internos de governança e *earnings management* – medido por *accruals* discricionários – para uma amostra de companhias não financeiras listadas em bolsas latino-americanas, especificamente nos mercados da Argentina, Brasil, Chile e México, durante o período 2006-2009. Os seus resultados mostraram que o ambiente de alta concentração de propriedade que existe em empresas da América Latina afeta negativamente a qualidade e a transparência da informação financeira divulgada, sugerindo que a concentração da propriedade funciona como um mecanismo inibidor de práticas manipuladoras somente quando a propriedade dos principais acionistas é moderada (eles documentaram uma associação não linear). E a relação entre o nível de gerenciamento de resultados e a proporção de conselheiros independentes mostrou-se fraca, o que segundo os autores pode se dever à presença de diretores afiliados no conselho e à falta de rotatividade da administração em empresas latino-americanas.

Fundamentando-se na evidência discutida, formularam-se as seguintes hipóteses:

*H1: a concentração de capital influencia negativamente a qualidade das informações publicadas (maior nível de earnings management).*

*H2: a participação de investidores institucionais afeta positivamente a qualidade das informações publicadas (menor nível de earnings management).*

*H3: a qualidade das informações publicadas é maior (menor nível de earnings management) em empresas com ADRs 2 ou 3 em bolsas norte-americanas.*

No enfoque da teoria da agência, um conselho de administração eficiente caracteriza-se por: participação elevada de diretores independentes; separação das funções de diretor geral e de presidente do conselho; e pequena quantidade de conselheiros (LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993).

Niu (2006) examinou a relação entre qualidade dos lucros publicados e os mecanismos de governança: composição do conselho de administração; compensação e participação dos dirigentes na propriedade;

proteção dos direitos dos acionistas; e divulgação das práticas de governança de firmas canadenses. Os escores dos atributos de governança foram obtidos a partir de um *survey* sobre práticas de governança canadenses e a qualidade dos lucros foi representada pela magnitude dos *accruals* totais e pela associação entre retorno de mercado e lucros (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2004).

Nessa análise, observou-se associação negativa entre qualidade da governança e magnitude dos *accruals*. Ademais, verificou-se que quanto maiores os escores de governança maior a correlação entre retornos de mercado e lucros, isto é, maior o nível de informação dos lucros publicados. Os resultados de Niu (2006) sugerem, em geral, associação positiva entre qualidade da governança e qualidade das informações financeiras prestadas.

A meta-análise do relacionamento entre governança e *earnings management* de Lin e Huang (2010) revelou que a independência do conselho se associa negativamente a *earnings management*. Similarmente, no mercado tunisiano, Chekili (2012) observou que essa prática é menos frequente quando há membros externos no conselho. Ele encontrou, ainda, relação positiva entre tamanho do conselho e nível de *earnings management*.

Principe e Bar-Yosef (2011), por sua vez, encontraram evidências de fraco impacto da independência do conselho na prática de *earnings management* em empresas italianas de controle familiar e, também, naquelas em que o CEO exerce a função de *chairman*. Resultados semelhantes foram observados em Gonzáles e García-Meca (2014) em mercados latino-americanos. Todavia, no Brasil, Martinez (2001, 2010a) verificou que, nas empresas com conselhos menores e que se reúnem com maior frequência, os níveis de *earnings management* tendem a ser menores. Nesse estudo, a participação de conselheiros externos e dualidade não se mostraram significativos.

Greco (2012) encontrou menor magnitude de *earnings management* nas empresas petrolíferas europeias em que governos são acionistas controladores ou *blockholders*. Os resultados mostraram, também, que a proporção de conselheiros independentes, o tamanho do comitê de auditoria e a frequência de reuniões contribuem para restringir o nível de *earnings management*. Outra evidência nesse sentido são os resultados de Wang e Campbell (2012), que revelaram que a propriedade do Estado Chinês e características do conselho de administração influenciam negativamente o gerenciamento de resultados – medido como em Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Wang e Campbell (2012) observaram que a propriedade estatal desencoraja o gerenciamento de resultados no ambiente chinês e, nos casos em que o Estado não participa da estrutura de propriedade, o aumento do número de conselheiros independentes no conselho parece ser uma prática para desencorajar o gerenciamento de resultados.

Abbadí, Hijazi e Al-Rahahleh (2016) também observaram que o gerenciamento de resultados de empresas da Jordânia é afetado negativamente pela qualidade da governança – medida por um índice compreendendo características do conselho de administração, comitê de auditoria e comitê de seleção e compensação. Da mesma forma, Shan (2015) encontrou evidência de que boas práticas de governança – representadas por índice de governança compreendendo variáveis de tamanho e independência do conselho, independência do comitê de auditoria, auditor *Big Four*, tamanho do comitê de supervisão e compensação, e propriedade estatal e estrangeira – reduzem os níveis de *earnings management* no mercado chinês, para uma amostra de empresas listadas na bolsa de Shanghai entre 2001 e 2005.

No Brasil, Barros, Soares e Lima (2013) também verificaram que empresas com maiores níveis de governança corporativa – medida por um índice com diversos atributos binários de governança – apresentam menor intensidade de gerenciamento de resultados. Eles avaliam que a diferença observada na proporção de *accruals* discricionários que compõem o grupo de empresas com "alta" governança pode ser explicada pela presença superior de mecanismos de incentivo e controle. Esses autores avaliam ainda que essa associação é consistente com a ideia da existência de um *trade-off* entre a adoção de atributos de governança e escolhas contábeis direcionadas a intervir propositalmente sobre os números contábeis com vistas a atender objetivos específicos da gestão.

Para outros mecanismos de governanças há, entretanto, evidências diversas, como a de Cornett, McNutt e Tehranian (2009) que documentaram que a *compensação dos CEOs por performance* revelou efeito positivo sobre gerenciamento de resultados; a de Bazrafshan, Kandelousi e Hooy (2016) que buscaram mostrar que o aumento do *disclosure* (divulgação) não necessariamente melhora o desempenho da empresa. A partir de uma amostra de empresas abertas de Hong Kong, esses autores observaram que o benefício líquido da divulgação depende de condições, tais como, qualidade e integridade das informações de uma empresa. Os seus resultados sugeriram uma relação não linear entre divulgação e desempenho da empresa, quando ajustado para o impacto do gerenciamento de resultados, durante o período de 2006 a 2013. Já Katmon e Farooque (2015) documentam que a qualidade da divulgação das empresas é um inibidor muito mais forte de *earnings management* do que os mecanismos internos de governança considerados – características do conselho de administração e do comitê de auditoria – para uma amostra de companhias inglesas no período de 2004 a 2008.

A ocorrência de *earnings management* em diferentes tipos de empresas no Brasil vem sendo documentada. Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) mostraram que o gerenciamento de resultados ocorre principalmente em torno de uma operação de abertura de capital, sendo significativamente menor para empresas financiadas por *private equity* ou *venture capital*. Já os resultados de Maia et al (2013) indicaram que as

cooperativas de crédito da amostra não gerenciam seus resultados para adequar seu capital ao exigido pela legislação concernente, mas há evidências de que o fazem para evitar a publicação de perdas.

Considerando a discussão anterior, formularam-se as seguintes hipóteses:

*H4: quanto maior o tamanho do conselho de administração (número de membros), menor a qualidade das informações publicadas (maior nível de earnings management).*

*H5: a independência do conselho influencia positivamente a qualidade das informações publicadas (menor nível de earnings management).*

*H6: o exercício conjunto das funções de presidência do conselho e diretoria da empresa afeta negativamente a qualidade das informações publicadas (maior nível de earnings management).*

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 Amostra e dados**

A amostra constituiu-se de companhias não financeiras negociadas na BM&FBOVESPA entre 1997 e 2006, período que compreende várias das iniciativas no Brasil para melhorar a governança das nossas empresas e a de proteção dos investidores, tais como: alteração da Lei 6.404 de 1976 (Lei 10.303 de 2001); criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA (2000); lançamento em 1999 da primeira edição do código de boas práticas de governança pelo IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa; lançamento do programa de incentivo à adoção de práticas de governança pelo BNDES em 2002; e lançamento em 2002 da cartilha com recomendações da CVM sobre governança.

Esse período é anterior às modificações da legislação societária brasileira introduzidas pela Lei 11.638/2007, que afetaram de maneira importante elementos como ativo imobilizado, depreciação, diferido, patrimônio líquido, lucros, entre outros. Com essas mudanças, o fisco instituiu o regime tributário de transição, de maneira a não alterar o imposto de renda das entidades, demonstrando o impacto que teriam sobre o lucro tributável. Como as variáveis aqui utilizadas requerem dados temporais, e eles ainda não eram suficientes nos períodos posteriores às alterações, considerou-se apenas o período anterior.

Além disso, diversos estudos realizados no Brasil revelam que o efeito da adoção das normas internacionais de contabilidade (cuja adoção completa se tornou obrigatória a partir de 2010) sobre o gerenciamento de resultados parece ser inclusivo. Os resultados de Grecco (2013) e os de Joia e

Nakao (2014) sugerem que a introdução das normas IFRS não levou a uma queda no nível de gerenciamento de resultados; os de Klann (2011) indicam um aumento em seu patamar e os de Grecco et al (2014), uma redução após a implantação completa do IFRS. As evidências são similares em outros ambientes. Há evidências de que a implementação do IFRS não conduziu à redução do gerenciamento de resultados no mercado chinês (WANG; CAMPBELL, 2012), nem no europeu (DOUKAKIS, 2014).

Na Economática, obteve-se a relação de empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 1997 e 2006. Eliminaram-se, a cada ano, as empresas cujas ações ficaram mais de três meses consecutivos sem negociação. No relatório Informações Anuais (IAN), obtiveram-se os dados relativos às variáveis de proteção dos minoritários e participação dos investidores institucionais no capital. Na Economática obtiveram-se, também: dados contábeis das variáveis de *earnings management*; informações sobre negociação de ADRs nas bolsas NASDAQ, AMEX e NYSE; e informações quanto à propriedade direta das empresas.

## 3.2 Variáveis analisadas

### 3.2.1 Variáveis dependentes

Para representar a qualidade das informações publicadas, utilizaram-se as medidas de: a) *earnings management* – EM1, EM2, EM3 e INDICE\_EM; e b) qualidade das informações financeiras – FIN\_TRANS. As *proxies* de *earnings management* de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) foram escolhidas devido ao fato de poderem captar diversas dimensões de gerenciamento dos resultados (suavização e magnitude da utilização de *accruals*). Conforme Lang, Raedy e Yetman (2003), inexistente na literatura um reconhecimento de qual seja a melhor *proxy* para refletir a qualidade dos lucros publicados e a utilização de um conjunto de medidas permite reduzir as chances de erro de medida. Valeu-se da medida de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2004) por consistir em um enfoque mais geral, relacionado com o mercado.

A existência de *accruals* nos resultados das companhias deve-se ao princípio da competência, receitas ainda não recebidas e custos ainda não pagos. Esse critério oferece certa liberdade aos dirigentes de alterar alguns dos itens que formam os resultados operacionais da companhia, por exemplo, mediante a transferência de contas a receber e de itens a pagar de um ano para outro. Assim, conforme argumentam Leuz, Nanda e Wysocki (2003), se os lucros são artificialmente suavizados, eles não refletem as verdadeiras variações na performance subjacente da firma, perdendo o seu poder informativo.

A seguir, apresenta-se a operacionalização das variáveis EM1, EM2, EM3, INDICE\_EM e FIN\_TRANS.

EM1 é igual à relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda (LDIR) e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações (CFO), conforme Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Fernandes e Ferreira (2007).

O LDIR foi obtido no demonstrativo de resultado. Para calcular a proxy do CFO, utilizou-se de informações do balanço patrimonial e da DOAR. Ambas as variáveis foram calculadas em relação ao ativo total do período anterior.

$$EM1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(CFO_{it})} \quad (1)$$

Calculou-se o CFO da seguinte maneira:

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - ACC_{it}$$

Em que:

$LDIR_{it}$  = lucro após o imposto de renda; e

$ACC_{it}$  = *accruals*.

Os *accruals* (ACC) foram obtidos como em Leuz, Nanda e Wysocki (2003):

$$ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta DC_{it} - \Delta TP_{it}) - DEP_{it} \quad (2)$$

Em que:  $\Delta CA_{it}$  = variação nos ativos circulantes totais;  $\Delta CASH_{it}$  = variação no disponível e investimentos de curto prazo;  $\Delta CL_{it}$  = variação nos passivos circulantes totais;  $\Delta DC_{it}$  = variação na dívida de curto prazo incluída nos passivos circulantes;  $\Delta TP_{it}$  = variação no imposto de renda a pagar;  $DEP_{it}$  = despesa de depreciação e amortização.

Logo,

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - [(\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta DC_{it} - \Delta TP_{it}) - DEP_{it}] \quad (3)$$

EM1 indica se os *insiders* reduzem a variabilidade dos lucros publicados mediante a alteração dos *accruals*. Baixos valores dessa variável sugerem que os *insiders* exercem a sua liberdade contábil para suavizar os lucros publicados. Ou seja, se a variabilidade dos lucros é muito menor do que a variabilidade dos fluxos de caixa tem-se um indício de que eles foram suavizados.

EM2 é igual à correlação entre mudança em itens contábeis (*accruals*) e fluxos de caixa operacionais (*operating cash flows*), sendo medida por:

$$EM2 = \rho(\Delta ACC; \Delta CFO) \quad (4)$$

Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), os *insiders* podem também usar sua liberdade contábil para conciliar os choques econômicos aos fluxos de caixa operacionais da empresa. Eles podem acelerar a publicação de

receitas futuras ou atrasar a publicação de custos atuais para esconder um resultado ruim ou, ao contrário, publicar uma performance inferior para criar reservas para o futuro. Em ambos os casos, os itens contábeis amortizam os choques nos fluxos de caixa, resultando em correlações negativas entre esses dois componentes do lucro. Todavia, esses autores ressaltam que uma correlação negativa é um resultado natural da contabilidade baseada na competência e que, *ceteris paribus*, são as grandes magnitudes dessa correlação, em termos negativos, que sugerem a suavização dos lucros publicados.

EM3 é a magnitude dos *accruals* e consiste em uma *proxy* para a extensão pela qual os *insiders* podem exercer sua liberdade na publicação dos lucros. Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), os *insiders* podem usar sua liberdade contábil, por exemplo, para exagerar os lucros publicados de modo a alcançar certas metas ou, ainda, mostrar uma performance extraordinária em determinados momentos, por exemplo, quando da emissão de ações. A variável que representou essa dimensão de *earnings management* é obtida da seguinte forma:

$$EM3 = \frac{|ACC|}{|CFO|} \quad (5)$$

As variáveis EM1 e EM2 possuem apenas uma observação ao longo do período analisado, visto que são, respectivamente, os resultados da razão entre os desvios-padrão e da correlação entre o lucro após imposto de renda e o fluxo de caixa. Por isso, foram efetuadas regressões *cross-section*. EM3, que era uma variável em painel, foi, então, calculada por meio da divisão entre as medianas de *accruals* e dos fluxos de caixa dos dados anuais. Além disso, EM1 e EM2 foram multiplicadas por (-1) de modo que elevados valores representassem maiores níveis de *earnings management*. Dessa forma, todas as três variáveis foram colocadas em um mesmo sentido.

Os valores individuais das variáveis EM1, EM2 e EM3 foram transformados em *ranks* percentuais, variando de 0 a 100 (padronização em que se atribui o valor 0 ao menor score individual e o valor 100 ao maior). Em seguida, obteve-se o INDICE\_EM, que consiste em uma medida sintética de *earnings management*.

$INDICE\_EM$  = média aritmética simples de EM1, EM2 e EM3 padronizadas.

Além das variáveis de *earnings management*, empregou-se a *proxy* de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2004), que reflete a qualidade da informação contida nos lucros contábeis. Quanto maior a qualidade dos lucros, menor a assimetria de informações entre administradores e investidores externos. Assim, quando os lucros contábeis são fortemente correlacionados com o retorno de mercado, entende-se que eles sejam mais informativos, porque refletem os eventos econômicos que são precificados pelo mercado.

$FIN\_TRANS$  = resíduo quadrado da regressão do retorno de mercado das ações sobre a receita operacional líquida.

Supõe-se que quanto mais informativos forem os lucros, maior será a sua correlação com os retornos de mercado das ações. Elevados resíduos indicam, portanto, baixa qualidade da informação. A variável empregada para representar essa dimensão é o resíduo quadrado da seguinte equação de regressão:

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDIR_{it} + \beta_2 PERDA_{it} + \beta_3 LDIR_{it} * PERDA_{it} + \beta_4 \Delta LDIR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em que:  $RET_{it}$  = retorno da ação ajustado ao mercado, representado pelo retorno do índice Ibovespa, para firma "i" no ano fiscal "t";  $LDIR_{it}$  = lucro após o imposto de renda da firma "i" no ano fiscal "t", dividido pelo valor de mercado da firma no período anterior;  $PERDA_{it}$  = variável binária: (1) se o LDIR é negativo; e (0) caso contrário;  $\Delta LDIR_{it}$  = variação no lucro líquido após imposto de renda da firma "i" no ano "t", dividido pelo valor de mercado no período anterior; e  $LDIR_{it} * PERDA_{it}$  = termo de interação; e  $\varepsilon_{it}$  = erro idiossincrático.

Assim, a qualidade dos lucros contábeis publicados é medida por:

$$FIN\_TRANS = (\varepsilon_{it})^2 \quad (7)$$

Em que:  $\varepsilon_{it}^2$  = resíduo ao quadrado obtido da regressão representada pela equação (6).

### 3.2.2 Variáveis Independentes

A literatura financeira indica diversos fatores que poderiam explicar a qualidade das informações publicadas. Na análise *cross-section*, utilizaram-se as médias das seguintes variáveis explicativas, conforme Fernandes e Ferreira (2007):

- *recbruta* (%): variação percentual da receita bruta anual.
- *extfin*: nível de dependência de recursos externos, sendo calculado pela equação:
- $extfin = \frac{\text{Aplicação em ativo permanente} - CFO}{\text{Aplicação em ativo permanente}}$  (8)
- *logat*: logaritmo natural do ativo total (tamanho da empresa).
- *logdisp*: logaritmo natural do disponível e investimento de curto prazo em relação ao ativo total.
- *setor*: variáveis binárias indicativas dos setores de atividade, conforme classificação da Economia.
- *F\_FLOAT\_TOT*: percentual total de ações mantidas em circulação.

Além das variáveis de governança empregadas nas regressões *cross-section* de *earnings management*, na análise de FIN\_TRANS utilizaram-se variáveis do conselho (LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993) e da estrutura de propriedade (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 1993; SHLEIFER; VISHNY, 1997; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005). As variáveis são:

- TAM\_CA: tamanho do conselho de administração (número de membros).
- INDEP: Percentual de conselheiros independentes no conselho, segundo metodologia de Dutra e Saito (2002).
- SEPAR: (1) se as funções de CEO e de presidente do conselho são exercidas por pessoas diferentes; e (0) em caso contrário.
- AC1\_TOT: Percentual do capital total mantido pelo maior acionista.
- AC\_S3\_TOT: Percentual do capital total mantido pelos três maiores acionistas.
- AC\_S5\_TOT: Percentual do capital total mantido pelos cinco maiores acionistas.
- AC\_INST\_TOT: Percentual do capital total mantido por investidores institucionais (instituições em geral, incluindo bancos e seguradoras).

### 3.2.3 Variáveis de controle

Os fatores de controle incluídos na análise *cross-section* foram:

- *índice valor patrimonial por ação/preço (logvpap)*: logaritmo natural do índice valor patrimonial por ação/preço, obtido pela divisão entre o patrimônio líquido por ação, informados no último balanço, e o seu preço.
- *alavfin*: Alavancagem financeira – calculada mediante a seguinte equação:

$$alavfin = \left( \frac{LL/PL}{LL - res\_fin} \right) / AT \quad (9)$$

Em que: LL é o lucro líquido; PL é o patrimônio líquido; *res\_fin* é o resultado financeiro (receitas financeiras - despesas financeiras); e AT é o ativo total.

- *roi*: relação entre o lucro líquido do exercício e o valor do ativo total; e
- *ADR*: (1), se a companhia mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3 em uma bolsa norte-americana; (0), em caso contrário.

Na análise de FIN\_TRANS, foram incluídos os seguintes fatores de controle: a) *recbruta*; b) *extfin*; c) *logdisp*; d) *logdbrpl*, que representa o logaritmo natural da dívida bruta total em relação ao patrimônio líquido;

e)  $\log vm$ , que representa o *logaritmo natural do valor de mercado das ações* – obtido mediante a multiplicação do preço de fechamento da ação no ano “t” pela quantidade de ações em circulação; e f)  $\log vpap$ .

### 3.3 Método de análise dos dados

Na análise dos dados, utilizaram-se: a) regressão *cross-section*, quando a qualidade das informações foi refletida pelo índice de *earnings management* de Leuz, Nanda e Wysocki (2003); e b) regressão de dados em painel, quando foi representada pela medida FIN\_TRANS de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2004).

#### 3.3.1 Modelos estimados

Na análise *cross-section*, empregaram-se as seguintes especificações:

- Modelo com apenas as variáveis independentes:

$$INDICE\_EM_i = \beta_0 + \beta_1 recbruta_i + \beta_2 extfin_i + \beta_3 logat_i + \beta_4 logdisp_i + \beta_5 F\_FLOAT\_TOT_i + \beta_6 setor_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

- Modelo com características específicas das empresas:

$$INDICE\_EM_i = \beta_0 + \beta_1 recbruta_i + \beta_2 extfin_i + \beta_3 logat_i + \beta_4 logdisp_i + \beta_5 F\_FLOAT\_TOT_i + \beta_6 setor_i + \beta_7 logvpap_i + \beta_8 alavfin_i + \beta_9 roi_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

- Modelo com o feito do indicador ADR:

$$INDICE\_EM_i = \beta_0 + \beta_1 recbruta_i + \beta_2 extfin_i + \beta_3 logat_i + \beta_4 logdisp_i + \beta_5 F\_FLOAT\_TOT_i + \beta_6 setor_i + \beta_7 ADR_i + \varepsilon_i \quad (12)$$

Em que:  $INDICE\_EM_i$  = índice de *earnings management*;  $recbruta_i$  = variação na receita bruta anual;  $extfin_i$  = nível de dependência de recursos externos;  $logat_i$  = logaritmo natural do ativo total;  $logdisp_i$  = logaritmo natural do disponível e investimento de curto prazo em relação ao ativo total;  $F\_FLOAT\_TOT_i$  = percentual total de ações em circulação;  $setor_i$  = variável binária, indicando o ramo de atividade da empresa;  $ADR_i$  = variável binária, indicando se a empresa mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3;  $logvpap_i$  = estágio de crescimento da companhia;  $alavfin_i$  = medida de alavancagem financeira;  $roi_i$  = retorno sobre o investimento; e  $\varepsilon_i$  = termo de erro idiossincrático.

Na análise de FIN\_TRANS, estimou-se o modelo de dados em painel:

$$\begin{aligned}
 FIN\_TRANS_{it} = & \beta_0 + \beta_1 AC\_INST\_TOT_{it} + \beta_2 AC1\_TOT_{it} + \beta_3 INDEP_{it} \\
 & + \beta_4 SEPAR_{it} + \beta_5 TAM\_CA_{it} + \beta_6 ADR_{it} + \beta_7 recbruta_{it} \\
 & + \beta_8 extfin_{it} + \beta_9 logdisp_{it} \\
 & + \beta_{10} logdbrpl_{it} + \beta_{11} logvm_{it} + \beta_{12} logvpap_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{13}$$

Em que:  $FIN\_TRANS_{it}$  = indicador da qualidade dos lucros publicados;  $AC\_INST\_TOT_{it}$  = porcentagem total de ações dos investidores institucionais;  $AC1\_TOT_{it}$  = porcentagem total de ações do primeiro acionista;  $INDEP_{it}$  = porcentagem de membros independentes no conselho de administração;  $SEPAR_{it}$  = variável binária, indicando se as funções de CEO e de presidente do conselho são exercidas por pessoas diferentes;  $TAM\_CA_{it}$  = número total de membros do conselho;  $ADR_{it}$  = variável binária, indicando se a empresa possui ADRs 2 ou 3;  $recbruta_{it}$ ,  $extfin_{it}$ ,  $logdisp_{it}$ ,  $logdbrpl_{it}$ ,  $logvm_{it}$  e  $logvpap_{it}$  = variáveis de controle;  $\beta_0$  = intercepto;  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$ ,  $\beta_5$  e  $\beta_6$  = coeficientes estimados das variáveis independentes;  $\beta_7$ ,  $\beta_8$ ,  $\beta_9$ ,  $\beta_{10}$ ,  $\beta_{11}$  e  $\beta_{12}$  = coeficientes estimados das variáveis de controle; e  $\varepsilon_{it}$  = termo de erro.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Determinantes de *earnings management*

As estatísticas descritivas do indicador de *earnings management* e das variáveis que o compõem, consideradas isoladamente, estão apresentadas na tabela 1. A média do índice de *earnings management* é de 58,69%, valor próximo ao observado por Fernandes e Ferreira (2007) para o Brasil (51,54%); e o desvio padrão é de 9,93%, inferior ao observado por esses autores (19,76%), o que, possivelmente, se deve a extensão do período de análise desse estudo. Deve-se destacar o extenso intervalo observado entre os valores mínimo e máximo do INIDCE\_EM, sugerindo que o nível de *earnings management* divirja consideravelmente entre as companhias analisadas. Para as medidas isoladas, observa-se que EM3 apresenta a maior dispersão (desvio padrão), seguido de EM1 (TAB. 1). Assim, é interessante investigar quais as características das companhias com menores e maiores níveis de *earnings management* para melhor entender a sua dinâmica no contexto brasileiro.

**Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis de *earnings management***

Variável	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
INDICE_EM	220	58,69	9,93	60,85	9,82	96,20
EM1	220	0,87	0,49	0,83	0,05	5,59
EM2	220	-0,60	0,42	-0,72	-0,99	0,99
EM3	220	0,66	0,59	0,50	0,05	5,76

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para analisar os fatores determinantes dos níveis de *earnings management*, estimaram-se os modelos representados pelas equações de

(10) a (12) da seção 3.3.1. As estimativas do modelo **(1)** da tabela 2 – equação (10) – mostram que somente variação percentual na receita bruta anual e dependência em relação a recursos externos apresentam coeficientes estatisticamente significativos. Conforme esperado, a associação entre o índice de *earnings management* e a variação na receita bruta revelou-se negativa, sugerindo que quanto maiores são as oportunidades de crescimento da firma, menor é o nível de *earnings management*. Não obstante, a magnitude do coeficiente dessa variável é bastante reduzida e, por consequência, a sua influência é praticamente nula. Verificou-se, também, um relacionamento inverso entre dependência de recursos externos e *earnings management*, como esperado. Esses resultados são conformes aos de Fernandes e Ferreira (2007), em termos tanto de significância quanto do sentido do efeito e revelam que as características das empresas são relevantes para compreender os níveis de *earnings management*. Os dados sugerem que oportunidades de crescimento e necessidade de captar recursos externos levam as empresas a ser mais transparentes na divulgação dos seus lucros. Diferentemente de Fernandes e Ferreira (2007), as variáveis de concentração da propriedade (*free-float*), tamanho da empresa e disponível não se mostraram estatisticamente diferentes de zero (TAB. 2). Através desse modelo não se encontram evidências que corroborem a primeira hipótese (H1) deste estudo.

Na tabela 2, as estimativas do modelo **(2)** revelam que, dentre os fatores de controle introduzidos: *valor patrimonial por ação/preço*, *alavancagem financeira* e *retorno sobre o investimento* – equação (11) –, apenas a alavancagem financeira mostrou-se estatisticamente significativa, indicando que empresas mais endividadas recorrem mais às práticas de *earnings management*. Tendo em vista que o teste de especificação RESET de Ramsey sugeriu a incorreta especificação desse modelo, introduziu-se na especificação anterior, como alternativa de correção, a variável *retorno sobre o investimento* elevado ao expoente 2, estimando o modelo **(3)** dessa tabela. Os resultados desse teste para o modelo **(3)** indicaram sua correta especificação. Consequentemente, o relacionamento entre o indicador de *earnings management* e o *retorno sobre o investimento* parece ser inverso e não-linear. Ou seja, maior retorno sugere maior transparência nos lucros publicados, mas esse relacionamento não é diretamente proporcional.

Enfim, a introdução da variável ADR como fator explicativo no modelo **(4)** da tabela 2 – equação (12) – revelou que essa variável não é estatisticamente diferente de zero, confirmando os resultados de Lopes e Tukamoto (2007). Estimou-se, então, o modelo **(5)** com a introdução dos indicadores de controle, além da variável ADR, porém, também nesse modelo, não foi observada associação significativa com o indicador de *earnings management*. Isto é, a qualidade das informações publicadas pelas empresas que mantêm negociação de ações em bolsas de valores norte-americanas não é diferente em relação à das empresas transacionadas

apenas no mercado acionário doméstico. Dessa forma, mediante resultados do modelo **(5)**, não se encontram evidências que suportem a terceira hipótese (H3): uma maior proteção dos investidores via negociação em mercados mais exigentes em termos de governança não está associada aos níveis de *earnings management*. Esse modelo mostrou-se corretamente especificado, segundo teste RESET de Ramsey (TAB. 2).

As estimativas apresentadas na tabela 2 foram obtidas com a correção da heteroscedasticidade pelo método *cluster-robust*, em que os clusters são os setores de atividade. O teste de especificação RESET de Ramsey mostrou que há entre os modelos **(1)** a **(5)** problemas de especificação e, por isso, eles foram corrigidos pela introdução de relações não-lineares. O teste de colinearidade entre as variáveis independentes sugeriu que não há indícios de correlação entre elas. Enfim, o teste de endogeneidade das variáveis de governança *F\_FLOAT\_TOT* e *ADR* não permitiu rejeitar a hipótese nula de que sejam exógenas.

**Tabela 2: Determinantes do indicador de *earnings management***

Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>recbruta</i>	-0,00000130*** (-14,80)	-0,00000153*** (-30,17)	-0,00000153*** (-34,97)	-0,00000128*** (-16,99)	-0,00000151*** (-29,50)
<i>extfin</i>	-0,00128* (-2,77)	-0,00100** (-3,09)	-0,00107** (-3,52)	-0,00130* (-2,78)	-0,00112** (-3,28)
<i>logat</i>	0,559 (0,93)	0,521 (0,56)	0,275 (0,34)	0,484 (0,70)	0,197 (0,21)
<i>logdisp</i>	-0,403 (-0,34)	-0,905 (-0,83)	-0,651 (-0,60)	-0,426 (-0,36)	-0,655 (-0,60)
<i>F_FLOAT_TOT</i>	0,00220 (0,08)	-0,00579 (-0,19)	-0,00465 (-0,16)	-0,000425 (-0,02)	-0,00796 (-0,27)
<i>logvpap</i>		-0,785 (-0,64)	-1,536 (-1,26)		-1,410 (-1,12)
<i>alavfin</i>		0,00295*** (4,97)	0,00259*** (4,81)		0,00260*** (4,77)
<i>roi</i>		0,0171 (0,19)	-0,154 (-1,62)		-0,153 (-1,58)
<i>roi</i> <sup>2</sup>			-0,0121* (-2,14)		-0,0120 (-2,10)
<i>ADR</i>				0,873 (0,52)	0,935 (0,51)
Constante	51,69*** (5,53)	53,06** (3,67)	57,19*** (4,59)	52,85*** (4,93)	58,34*** (4,08)
Dummies setoriais	Sim	sim	sim	sim	Sim
R <sup>2</sup> ajustado	0,103	0,143	0,174	0,0994	0,170
N	218	197	197	218	197
Teste Breusch-Pagan – p	0,0013	0,0002	0,0000	0,0008	0,0000
Teste RESET – p	0,0003	0,0010	0,0907	0,0028	0,1548
Teste de endogeneidade – p	0,3901	0,8174	0,6506	0,6334	0,3650

Fonte: Elaborada pelos autores. Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$ . Os modelos estimados são OLS *cross-section*. Os valores  $p$  do teste de Breusch-Pagan rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas. Os valores  $p$  do teste de endogeneidade não permitem rejeitar a hipótese nula de que as variáveis *F\_FLOAT\_TOT* e *ADR* sejam exógenas. Os erros-padrão são *cluster-robust* (setores).

Alternativamente, estimaram-se os modelos da tabela 2 com as variáveis EM1, EM2 e EM3 consideradas isoladamente. Os resultados foram omitidos, uma vez que não se mostraram diferentes aos do INDICE\_EM. Na seção seguinte, analisa-se a qualidade das informações publicadas mediante o indicador FIN\_TRANS.

#### 4.2 Determinantes da qualidade dos lucros publicados (FIN\_TRANS)

Inicialmente, os testes de comparação de médias mostraram que a variável FIN\_TRANS é significativamente menor no grupo de empresas que possuem ADRs em bolsas norte-americanas ( $t = 5,65$ ;  $p = 0,000$ ). Esses resultados sugerem, assim, uma associação positiva entre proteção dos investidores e qualidade dos lucros publicados, fornecendo algum suporte para H3. Ou seja, tem-se um indício de menor assimetria de informações entre investidores internos e externos nas empresas que oferecem proteção mais ampla aos minoritários, corroborando Sandrin e Soares (2012).

Os modelos **(1)** a **(3)** da tabela 3 constituem estimativas da equação (13) da seção 3.3.1 em que se adicionou, em cada uma delas, uma variável alternativa de concentração de propriedade. Os resultados da análise dos determinantes de FIN\_TRANS sugerem que as informações são de melhor qualidade nas empresas maiores, o que significa uma maior correlação entre os lucros reportados por esse tipo de companhia e os retornos de suas ações. Uma possível explicação para essa associação é o fato de grandes empresas serem mais frequentemente cobertas por analistas de investimento, os quais podem exercer um papel de monitoramento, influenciando, assim, os níveis de *earnings management*. As estimativas dos modelos **(1)** e **(2)** revelaram, ainda, um relacionamento positivo e significativo de FIN\_TRANS com o percentual de propriedade do maior acionista – modelo **(1)** – e dos três maiores acionistas – modelo **(2)**. Dessa forma, quanto maior a concentração de propriedade nas mãos dos maiores acionistas, menor a qualidade dos lucros publicados, posto que elevados valores de FIN\_TRANS são indicativos de menor correlação entre lucros contábeis e retorno das ações. Diferentemente das estimativas dos modelos da tabela 2, essa associação positiva e significativa entre FIN\_TRANS e AC3\_TOT fornece suporte a H1: a concentração de capital está associada a uma pior qualidade das informações publicadas (maiores níveis de *earnings management*) na amostra analisada. Entretanto, a magnitude dos coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade é bastante reduzida e, por consequência, a sua influência sobre FIN\_TRANS não é expressiva.

Esperava-se que a participação de instituições nas empresas incentivasse a melhoria das informações publicadas, mas os modelos **(1)** a **(3)** da tabela 3 sugerem que não há um efeito dessa variável sobre FIN\_TRANS. Os resultados desses modelos não permitem corroborar a H2 desta pesquisa, mas fornecem suporte aos de González e García-Meca

(2014) para países da América Latina, inclusive o Brasil. Possivelmente, o papel de monitoramento que se espera desse tipo de investidor não seja efetivo em mercados concentrados como o brasileiro.

Conjeturava-se, também, que, sendo o conselho de administração de melhor qualidade, com menor número de membros e mais independente, conforme defendem Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993), o controle sobre as informações divulgadas fosse mais estreito e, por conseguinte, menores seriam os valores de FIN\_TRANS. Porém, os coeficientes das variáveis do conselho não se mostraram significativos e, portanto, não permitem corroborar as hipóteses H4, H5 e H6. Em suma, os dados sugerem que não há uma associação significativa entre FIN\_TRANS e os indicadores de eficiência do conselho e o peso da participação de instituições no capital (TAB. 3).

**Tabela 3: Determinantes da qualidade dos lucros publicados - FIN\_TRANS**

Variável	(1)	(2)	(3)
AC_INST_TOT	0,000322 (0,73)	0,000106 (0,25)	-0,00000143 (-0,00)
AC1_TOT	0,000838** (2,94)		
INDEP	0,000617 (0,77)	0,000663 (0,84)	0,000643 (0,81)
SEPAR	-0,0214 (-1,44)	-0,0222 (-1,53)	-0,0225 (-1,58)
TAM_CA	-0,00262 (-0,81)	-0,00340 (-1,06)	-0,00355 (-1,12)
ADR	0,00315 (0,24)	0,00442 (0,34)	0,00151 (0,12)
recbruta	0,0000384 (0,25)	0,0000508 (0,34)	0,0000504 (0,34)
extfin	-0,0000111 (-0,75)	-0,0000122 (-0,86)	-0,0000122 (-0,87)
logdisp	-0,00569 (-1,33)	-0,00513 (-1,13)	-0,00538 (-1,17)
logdbrpl	-0,00571 (-1,70)	-0,00571 (-1,71)	-0,00594 (-1,78)
logvm	-0,0106** (-2,63)	-0,00997* (-2,52)	-0,00932* (-2,35)
logvpap	-0,00829 (-0,96)	-0,00824 (-0,95)	-0,00774 (-0,90)
AC_S3_TOT		0,000736* (2,29)	
AC_S5_TOT			0,000612 (1,78)
Constante	0,340*** (6,01)	0,331*** (5,63)	0,330*** (5,40)
R <sup>2</sup>	0,0798	0,0788	0,0777
R <sup>2</sup> ajustado	0,0647	0,0637	0,0626
F	14,90	15,02	14,58
N	1301	1301	1301
Dummies temporais	sim	sim	Sim
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000

Teste Arellano-Bond – $p$	0,1658	0,1703	0,1597
Teste RESET de Ramsey	0,3678	0,4197	0,5007
Teste de endogeneidade ( $p$ value)	0,5761	0,2612	0,1904

Fonte: Elaborada pelos autores. Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “ $t$ ”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$ . Os modelos estimados são *pooled OLS*, porque os efeitos específicos não se mostraram significativos. Os valores  $p$  do teste de autocorrelação de Arrelano e Bond (1991) não rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os do teste de heteroscedasticidade de Breusch-Pagan rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; os do de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não rejeitam a hipótese de exogeneidade das variáveis do conselho e da estrutura de propriedade. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

Em suma, a partir dos resultados das tabelas 2 e 3, corrobora-se H1, visto que o relacionamento entre qualidade das informações e concentração de propriedade mostrou-se significativo quando se utilizou FIN\_TRANS. Encontrou-se, ainda, suporte para H3, mas apenas na análise univariada.

## 5 CONCLUSÃO

Argumentou-se neste artigo que a qualidade das informações contábeis publicadas pela empresa constitui importante mecanismo de redução dos problemas de agência entre dirigentes, ou acionistas controladores, e investidores externos, uma vez que possibilita a redução da assimetria de informações entre esses atores. O objetivo foi examinar o relacionamento entre *earnings management* e qualidade das informações e instrumentos de governança, representados por características de estrutura e composição do conselho de administração, da estrutura de propriedade e da proteção dos investidores. Especificamente, a intenção foi identificar os mecanismos de governança e as características específicas das firmas que determinam a qualidade das informações publicadas.

A análise de *earnings management* mostrou que esta variável está associada, principalmente, às características específicas das firmas e dos seus setores de atividade, sendo diretamente relacionada às oportunidades de crescimento e à dependência de recursos externos para financiamento. Além disso, quando se empregou uma medida de mercado para representar a qualidade das informações, observou-se que as informações de lucros são de melhor qualidade nas empresas de maior tamanho e naquelas em que o percentual de capital nas mãos dos três maiores acionistas é menor, embora a magnitude desse efeito tenha se revelado pequena. Essas evidências corroboram parcialmente a hipótese deste estudo de relacionamento inverso entre concentração de capital e nível de *earnings management*. A análise univariada sugeriu, ainda, uma associação entre a qualidade das informações e a proteção dos investidores, proporcionada pela negociação de ações em um mercado em que os interesses dessa classe de investidores são mais fortemente assegurados.

Contrário ao esperado, os relacionamentos entre as variáveis do conselho de administração não se mostraram significativos e, portanto, não permitem corroborar as hipóteses H4, H5 e H6. Esse mecanismo de governança não se mostrou como um instrumento capaz de visibilizar a redução dos níveis de *earnings management* no contexto brasileiro. Igualmente, a participação de investidores institucionais na propriedade, que se esperava exercer uma influência positiva sobre a qualidade das informações publicadas, não se revelou significativa. Em suma, os dados sugerem que não há uma associação significativa entre FIN\_TRANS e os indicadores de eficiência do conselho e o peso da participação de instituições no capital. Conclui-se que, possivelmente, esses mecanismos não encontrem as condições ideais para desempenhar um efetivo papel de monitoramento e controle dos problemas de agência em contextos como brasileiro, haja vista as características das nossas empresas quanto às suas estruturas de propriedade e de controle. Todavia, outros mecanismos que sejam mais pertinentes nesse ambiente podem ser efetivos na restrição de práticas como as de *earnings management*. Neste estudo, a negociação em mercados com maior proteção dos investidores e a dispersão do capital se mostraram como possíveis alternativas.

São poucos os estudos que buscaram examinar a associação entre os mecanismos de governança, especialmente das características do conselho e da estrutura de propriedade, e a qualidade da informação financeira publicada no mercado brasileiro, que busca aprimorar o seu padrão de divulgação de informações. Nesse sentido, este estudo representa uma contribuição, uma vez que fornece maiores indicações quanto aos efeitos das características de governança das empresas sobre a qualidade das informações divulgadas. Finalmente, há que se reconhecer as suas limitações provenientes da escolha da amostra e do período analisado. Como sugestão para pesquisas futuras, seria interessante que se valessem de outras medidas de gerenciamento de resultados pouco utilizados nos estudos brasileiros, como aquelas baseadas em resultados operacionais, de modo a testar não apenas a robustez dos relacionamentos negativos observados entre os atributos de uma boa governança corporativa e *earnings management* em economias emergentes, especialmente do Brasil, como também para incentivar a transparência e melhores práticas de gestão nas empresas.

## REFERÊNCIAS

ABBADI, S. S.; HIJAZI, Q. F.; AL-RAHAHLEH, A. S. Corporate governance quality and earnings management: evidence from Jordan. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 10, n. 2, p. 54-75, 2016.

ALDRIGHI, D. M; MAZZER NETO, R. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.

- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis; COLLINS, Daniel. W.; LAFOND, Ryan. Corporate governance and the cost of equity capital. **Working Paper**, Dezembro, 2004.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 19, p. 27-39, 2013.
- BAUM, C. F.; SCHAFFER, M. E.; STILLMAN, S. Enhanced routines for instrumental variables/GMM estimation and testing. **Stata Journal**, v. 7, n.4, p. 465-506, 2007.
- BAZRAFSHAN, E.; KANDELOUSI, A. S.; HOOY, C. The impact of earnings management on the extent of disclosure and true financial performance: Evidence from listed firms in Hong Kong. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 2, p. 206-219, 2016.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.
- BUSIRIN, F. B.; AZMI, N. A.; ZAKARIA, N. B. How effective is board Independence to the monitoring of earnings manipulation? **Procedia Economics and Finance**, v. 31, p. 462-469, 2015.
- CHEKILI, S. Impact of some governance mechanisms on earnings management: an empirical validation within the Tunisian market. **Journal of Business Studies Quarterly**, v. 3, n. 3, p. 95-104, 2012.
- CHI, C. W.; HUNG, K.; CHENG, H. W.; LIEU, P. T. Family firms and earnings management in Taiwan: influence of corporate governance. **International Review of Economics & Finance**, v. 36, p. 88-98, 2015.
- CORE, J. E.; GUAY, W. R.; LARCKER, D. F. Executive equity compensation and incentives: a survey. **Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York**, v. 9, n. 1, p. 27-50, 2003.
- CORNETT, M. M.; McNUTT, J. J.; TEHRANIAN, H. Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holding companies. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n. 4, p. 412-430, 2009.
- DOUKAKIS, L. C. The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, n. 6, p. 551-572, 2014.
- DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 09-27, 2002.
- ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **BASE**, v. 10, n.1, p. 32-42, 2013.
- FERNANDES, N. G.; FERREIRA, M. A. The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. **Working Paper**, October 2007.
- FILIP, A.; RAFFOURNIER, B. Financial crisis and earnings Management: the European evidence. **The International Journal of Accounting**, v. 49, n. 4, p. 455-478, 2014.
- GIOIELLI, S. P. O.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 32-68, 2013.
- GONZÁLEZ, J. S.; GARCÍA-MECA, E. Does corporate governance influence earnings management in latin american markets? **Journal of Business Ethics**, v. 121, n. 3, p. 419-440, 2014.

- GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1, p. 3-73, 2005.
- GRECCO, M. C. P. O Efeito da convergência brasileira às IFRS no gerenciamento de resultados das empresas abertas brasileiras não financeiras. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 117-140, 2013.
- GRECCO, M. C. P.; GERON, C. M. S.; GRECCO, G. B.; LIMA, J. P. C. The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. **Emerging Markets Review**, v. 21, n. 1, p. 42-66, 2014.
- GRECO, G. Ownership structures, corporate governance and earnings management in the European oil industry. **Working paper**, July 2012.
- HOLANDA, A. P.; REBOUÇAS, S. M. D. P.; COELHO, A. C. D. Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. **Contexto**, v. 13, n. 25, p. 7-19, 2013.
- JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JOIA, R. M.; NAKAO, S. H. Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v.8, n.1, p. 22-38, 2014.
- JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.
- KATMON, N; FAROOQUE, O. Exploring the impact of internal corporate governance on the relation between disclosure quality and earnings management in the UK listed companies. **Journal of Business Ethics**, v. 1, p. 1-23, 2015.
- KLANN, R. C. **Gerenciamento de resultados: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS**. 2011. 371 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2011.
- KONRAHT, J. M.; SOUTES, D. O.; ALENCAR, R. C. A relação entre a governança corporativa e o alisamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 8, n.1, p. 47-62, 2016.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, vol. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LANG, M.; RAEDY, J. S.; YETMAN, M. How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n.2, p. 363-386, 2006.
- LEAL, R. P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LEL, U. Can institutional investors restrain earnings management activities in weak investor protection countries? The role of foreign and domestic institutional investors. **Working paper**, April 2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2223651>
- LEUZ, C. Cross listing, bonding and firm`s reporting incentives: a discussion of Lang, Raedy and Wilson (2006). **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n.1-2, p. 285-299, 2006.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n.3, p.505-527, 2003.

- LIN, J. W.; HWANG, M. I. Audit quality, corporate governance, and earnings management: a meta-analysis. **International Journal of Auditing**, v. 14, n. 1, p. 57-77, 2010.
- LIPTON, M., LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.
- LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y.; GALDI, F. C. Earnings management and cross listing in Brasil. I **CONGRESSO ANPCONT**, Anais...Gramado, 2007.
- LOPES, A.; TUKAMOTO, Y. Contribuição ao estudo do "gerenciamento" de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs. **Revista de Administração da USP**, v. 42, p. 86-96, 2007.
- MAIA, S. C.; BRESSAN, V. G.F.; LAMOUNIER, W. M.; BRAGA, M. J. Gerenciamento de resultados em cooperativas de crédito no Brasil. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 96-116, 2013.
- MARTINEZ, A. L. "**Gerenciamento**" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2001.
- MARTINEZ, A. L. Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. **Revista de Informação Contábil**, v. 4, n.1, p. 76-93, 2010a.
- MARTINEZ, A. L. Corporate governance, auditing and earnings management through accounting choices and operational decisions in Brazil, **Working Paper**, April 2010b. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1595089>. Acesso em 20 de agosto de 2013.
- MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.
- MAZZIONI, S.; PRIGOL, V.; MOURA, G. D.; KLANN, R. C. A influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 61-86, 2015.
- NAGAR, N; SEN, K. Earnings management in India: Managers' fixation on operating profits. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 26, n. 1, p. 1-12, 2016.
- NIU, F. F. Corporate governance and the quality of accounting earnings: a Canadian perspective. **International Journal of Managerial Finance**, v. 2, n. 4, p. 302-327, 2006.
- PRINCIPE, A.; BAR-YOSEF, S. Corporate governance and earnings management in family-controlled companies. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 26, n. 2, p. 199-227, 2011.
- SAN, Y. G. Value relevance, earnings management and corporate governance in China. **Emerging Markets Review**, v. 23, p. 186-207, 2015.
- SANDRIN, R. A.; SOARES, R. O. Gerenciamento de resultados em empresas latino-americanas com ADR's negociados nos estados unidos. **Revista Contabilidade & Controladoria**, v. 4, n.3, p. 113-127, 2012.
- SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p.91-102, 1989.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.
- WANG, Y.; CAMPBELL, M. Corporate governance, earnings management, and IFRS: empirical evidence from Chinese domestically listed companies. **Advances in Accounting**, v. 28, n. 1, p. 189-192, 2012.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge, 2002.