

**OS IMPACTOS DAS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NAS
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS NO SEGMENTO NOVO
MERCADO¹**

**THE IMPACTS OF RESULTS MANAGEMENT PRACTICES ON PUBLICLY-HELD
COMPANIES LISTED IN THE NOVO MERCADO SEGMENT**

**LOS IMPACTOS DE LAS PRÁCTICAS DE GESTIÓN DE RESULTADOS EN LAS
COMPAÑÍAS DE CAPITAL ABIERTO LISTADAS EN EL SEGMENTO NUEVO
MERCADO**

Laura Pinheiro Mendes, Bacharelada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal Fluminense (UFF). Endereço Profissional: Universidade Federal Fluminense (UFF), Campus ICM - Macaé, Cidade Universitária. Rua Aloísio da Silva Gomes, 50, Granja dos Cavaleiros, Macaé, RJ - Brasil, CEP 27930560. Telefone: (022) 33991870. URL da Homepage: mct.sites.uff.br E-mail: laurapinheiro23@gmail.com.

Layla Cavalcanti Lins, Bacharelada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal Fluminense (UFF). Endereço Profissional: Universidade Federal Fluminense (UFF), Campus ICM - Macaé, Cidade Universitária. Rua Aloísio da Silva Gomes, 50, Granja dos Cavaleiros, Macaé, RJ - Brasil, CEP 27930560. Telefone: (022) 33991870. URL da Homepage: mct.sites.uff.br E-mail: lins.layla@gmail.com.

Melina Vieira Pinto, Bacharelada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal Fluminense (UFF). Endereço Profissional: Universidade Federal Fluminense (UFF), Campus ICM - Macaé, Cidade Universitária. Rua Aloísio da Silva Gomes, 50, Granja dos Cavaleiros, Macaé, RJ - Brasil, CEP 27930560. Telefone: (022) 33991870. URL da Homepage: mct.sites.uff.br E-mail: mel.vp@hotmail.com.br.

Márcio Marvila Pimenta, Doutorando em Administração de Empresas pelo IAG/PUC-Rio. Professor da Universidade Federal Fluminense, curso de Bacharelado em Ciências Contábeis, Campus ICM - Macaé. Endereço Profissional: Universidade Federal Fluminense (UFF), Campus ICM - Macaé, Cidade Universitária. Rua Aloísio da Silva Gomes, 50, Granja dos Cavaleiros, Macaé, RJ - Brasil, CEP 27930560. Telefone: (022) 33991870. URL da Homepage: mct.sites.uff.br E-mail: marciopimenta@id.uff.br.

Maycon Peter da Rosa, Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Professor da Universidade Federal Fluminense, curso de Bacharelado em Ciências Contábeis, Campus ICM - Macaé. Endereço Profissional: Universidade Federal Fluminense (UFF), Campus ICM - Macaé, Cidade Universitária. Rua Aloísio da Silva Gomes, 50, Granja dos Cavaleiros, Macaé, RJ - Brasil, CEP 27930560. Telefone: (022) 33991870. URL da Homepage: mct.sites.uff.br E-mail: mayconpeter@hotmail.com.

¹ Artigo submetido em 08/08/2018, revisado em 14/08/2018, aceito em 22/08/2018 e divulgado em 20/12/2018 pelo Editor João Carlos Hipólito Bernardes do Nascimento, após *double blind review*.

RESUMO

Diante dos recentes acontecimentos, evidenciados pela operação Lava Jato, foi destacado diversos desvios de finalidade econômica de empresas influentes no mercado financeiro, principalmente a Petrobras, seguida da Odebrecht, JBS entre outras. Diante da crescente desconfiança da efetividade dos instrumentos de governança, surge a seguinte questão de pesquisa: Qual impacto no gerenciamento de resultados pelo fato das empresas estarem listadas no Novo Mercado? Logo, o estudo tem como objetivo verificar a diferença na ocorrência de *accruals* discricionários entre as empresas listadas no Novo Mercado e as demais empresas, de controle brasileiro, listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Através de cálculos realizados baseado no modelo de Jones Modificado, medição dos *accruals* discricionários, é possível averiguar se as empresas, por meio dos produtos apresentados, praticam o gerenciamento de resultados. Os resultados obtidos apontam que não há diferença significativa na prática do gerenciamento de resultados entre as companhias classificadas nos diferentes níveis de governança corporativa da B3 e as demais. Portanto, não foi possível identificar diferença entre as empresas listadas e as não listadas, sugerindo pouca efetividade das medidas adotadas para participar deste seleto nicho de mercado no controle da constituição de *accruals* discricionários. **Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados. *Accruals* discricionários. Companhias de Novo Mercado. B3.

ABSTRACT

In light of the recent events, evidenced by the Lava Jato operation, a number of deviations from the economic purpose of influential companies in the financial market were highlighted, mainly Petrobras, followed by Odebrecht, JBS and others. Faced with growing distrust of the effectiveness of governance instruments, the following research question is urgently needed: What impact on the management of results because companies are listed in the New Market? Therefore, the study aims to verify the difference in the occurrence of discretionary accruals between the companies listed in the Novo Mercado and the other companies of Brazilian control, listed in Brazil, Bolsa, Balcão (B3). Through calculations performed based on the Modified Jones model, measurement of discretionary accruals, it is possible to determine if companies, through the presented products, practice results management. The results show that there is no significant difference in the practice of results management between the companies classified in the different levels of corporate governance of B3 and the others. Therefore, it was not possible to identify a difference between listed and unlisted companies, suggesting little effectiveness of the measures adopted to participate in this select niche market in controlling the constitution of discretionary accruals.

Keywords: Results management. Discretionary accruals. New Market Companies. B3.

RESUMEN

*Ante los recientes acontecimientos, evidenciados por la operación Lava Jato, se destacaron diversos desvíos de finalidad económica de empresas influyentes en el mercado financiero, principalmente Petrobras, seguida de Odebrecht, JBS entre otras. Ante la creciente desconfianza de la efectividad de los instrumentos de gobernanza luego, urge la siguiente cuestión de investigación: ¿Qué impacto en la gestión de resultados por el hecho de que las empresas estén listadas en el Nuevo Mercado? Por lo tanto, el estudio tiene como objetivo verificar la diferencia en la ocurrencia de *accruals* discrecional entre las empresas listadas en el Nuevo Mercado y las demás empresas, de control brasileño, listadas en la B3 (Brasil, Bolsa, Balcón). A través de cálculos realizados basado en el modelo de Jones Modificado, medición de los *accruals* discrecional, es posible averiguar si las empresas, a través de los productos presentados, practican la gestión de resultados. Los resultados obtenidos apuntan que no hay diferencia significativa en la práctica de la gestión de resultados entre las compañías*

clasificadas en los diferentes niveles de gobierno corporativo de B3 y las demás. Por lo tanto, no fue posible identificar diferencias entre las empresas listadas y las no listadas, sugiriendo poca efectividad de las medidas adoptadas para participar de este selecto nicho de mercado en el control de la constitución de accruals discrecional.

Palabras clave: *Gestión de resultados. Accruals discretionales. Empresas de Nuevo Mercado. B3.*

1 INTRODUÇÃO

Segundo Bushman e Smith (2001), a contabilidade apresenta-se como um meio de diminuição de assimetria informacional, uma vez que proporciona o *disclosure* do desempenho da empresa. Entretanto, o mesmo instrumento pode ser subjetivo, pois, utilizando-se de “brechas” originadas pelos julgamentos que a contabilidade permite, pode-se ocorrer desvios de finalidade na divulgação de informação às partes interessadas.

De acordo com Martinez (2001), variadas são as motivações para a administração praticar o gerenciamento de resultados, como por exemplo: manter-se no cargo, pressão dos acionistas por melhores resultados ou obter bônus atrelado ao desempenho da empresa.

Por outro lado, a governança corporativa, cada vez mais disseminada, ou por forças regulatórias ou voluntariamente, surge como um meio de alinhar os interesses dos agentes com os principais. De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é um conjunto de medidas que visam que o controle das ações de gestão da empresa esteja em consonância com o ideal de criação de valor para a empresa.

Devido à crescente importância da adoção de práticas de governança corporativa, a B3, visando à disseminação de tais práticas no mercado financeiro nacional, criou segmentos específicos para classificar as empresas que adotavam melhores práticas de Governança, dentre eles o mais exigente é o Novo Mercado.

Entretanto, diante dos recentes acontecimentos, decorrente das investigações da Polícia Federal, como a operação Lava Jato e Carne Fraca, empresas participantes dos segmentos especiais de governança corporativa foram envolvidas em esquemas fraudulentos em diversas áreas que resultaram em relevantes prejuízos decorrentes de condenações pela justiça brasileira. Observa-se, também, que as empresas com controladores brasileiros ou familiares que tiveram maior impacto financeiro (POLICIA FEDERAL, 2017).

Portanto, diante do exposto, surge o seguinte questionamento: Qual impacto no gerenciamento de resultados pelo fato das empresas estarem listadas no Novo Mercado? Logo, o estudo tem como objetivo verificar a diferença na ocorrência de *accruals* discricionários entre as empresas listadas no Novo Mercado e as demais empresas, de controle brasileiro, listadas na B3. Com isto, formulam-se as duas hipóteses de pesquisa:

H1 – O Gerenciamento de Resultado é praticado em um nível significativamente menor para empresas participantes do segmento Novo Mercado; e

H2 – Os diferentes níveis do segmento Novo Mercado apresentam intensidade de Gerenciamento de Resultados significativamente diferente entre os grupos.

A pesquisa foi baseada em uma amostra composta por companhias brasileiras de sociedade anônima com negócios na bolsa, listadas entre as maiores e melhores empresas em operação no Brasil, classificadas pelas vendas líquidas no exercício de 2015, segundo a revista Exame Melhores e Maiores, publicada em maio de 2016. A amostra final totalizou 43 empresas, sendo 27 de Novo Mercado, 5 de Nível 1, 4 de Nível 2 e 7 de nenhum segmento.

Em relação as empresas classificadas em segmentos especiais, a expectativa é de que pratiquem em menor escala o Gerenciamento de Resultados, já que estas adotam práticas que dão maior garantia de geração de informações fidedignas em comparação com as demais

empresas. Deste modo, as empresas do Novo Mercado deveriam apresentar um nível menor de *accruals* discricionários.

Para isto, utilizou-se, conforme Dechow, Sloan e Sweeney (1995), o método de Jones Modificado. Este método é iniciado pela mensuração dos *accruals* totais, utilizando variações de ativo circulante, disponibilidades, passivo circulante e depreciação. De acordo com o modelo proposto, utilizam-se variáveis que presumidamente possam captar indícios de Gerenciamento de Resultados, evidenciado na metodologia desta pesquisa. Após calculados os *accruals* não discricionários, por dedução, são evidenciados os *accruals* discricionários.

Esta pesquisa utilizou uma abordagem alternativa para verificar a eficiência das práticas de governança adotadas pelas empresas participantes do Novo Mercado. Desta forma, estimou-se os *accruals* discricionários para avaliar a eficiência das práticas de governança das empresas participantes na prevenção de gerenciamento de resultados. Com isto, a relevância deste estudo consta na contribuição para a literatura de governança corporativa com abordagem de indícios contábeis que tais práticas não estejam inibindo o problema de agência relacionadas à assimetria informacional.

A limitação deste estudo encontra-se no número reduzido de empresas analisadas, totalizando 43 empresas. Além disto, utilizou-se apenas as demonstrações financeiras do ano 2016. Portanto, não é possível fazer generalizações das conclusões obtidas nesta pesquisa.

Nos capítulos seguintes, é feita uma breve revisão dos principais conceitos envolvidos no tema. Em seguida, é apresentado os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa e posteriormente, a análise de resultados. Finalizando o trabalho, teceram-se as considerações finais sobre os resultados apurados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 ESTUDOS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Jensen e Meckling (1976), quando há separação entre a propriedade e a controle, é plausível que os gestores não atuem de forma perfeitamente alinhada com os interesses dos acionistas. Este conflito de interesses neste contexto é chamado de problema de agência. Portanto, o fornecedor de recursos necessita ter garantia que seus investimentos alocados estão sendo utilizados eficientemente. Logo, o conflito de agência surge quando o financiador possui dificuldades em tomar conhecimento de que seus recursos estão sendo utilizados adequadamente.

Para garantir um melhor alinhamento de interesses, as empresas adotam práticas de Governança Corporativa. De acordo com Fama e Jensen (1983), os princípios básicos destas atividades são: transparência; equidade; prestação de conta (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Com isso, tendo conselheiros comprometidos com a maximização de valor aos acionistas, evitam-se diversos fracassos empresariais decorrentes de abuso de poder, erros estratégicos e fraudes.

Posteriormente, Kang e Shivdasani (1994) analisaram a relação entre o *turnover* dos altos executivos com a governança corporativa e o resultado econômico de corporações japonesas. Dentre os achados, verificou-se que *turnovers*, não rotineiros, tem significativa relação com o ROI (*Return on investments*), ajustados ao setor, ou seja, excessivos retornos e prejuízos operacionais. Uma sucessão externa aos altos cargos de empresas no Japão é mais provável para as empresas que possuem grandes acionistas e uma relação relevante com bancos, além disto, observou-se melhorias no desempenho após estas sucessões externas.

Hart (1995) corrobora com Jensen e Meckling (1976), ao afirmar que as questões de governança corporativa surgem quando há existência de duas condições, quando há conflito de interesse ou conflito de agência, envolvendo membros da organização, por exemplo acionistas,

gerentes, clientes ou funcionários. Em segundo lugar, os problemas de agências são complexos, de tal maneira, que os custos de transação não puderam ser previstos através dos contratos firmados.

Ademais, o autor apresenta o *The Cadbury Report* (1992) e discute as suas aplicações no contexto de conflitos de agência e contratos incompletos. O referido relatório, também intitulado “*Aspects of Corporate Governance*” foi emitido pelo Comitê sobre os “Aspectos Financeiros de Governança Corporativa”, em 1992, presidido por Adrian Cadbury. Este documento recomenda medidas para mitigar os riscos de falhas de governanças nas empresas, sugerindo arranjos nos sistemas de controle e contábeis.

Além disso, o autor afirma que pode-se retirar duas implicações da análise deste relatório. A primeira é a abordagem da Cadbury de tentar educar e persuadir as empresas ao promover que fazer mudanças na governança corporativa é provavelmente a melhor escolha. Em seguida, as recomendações da Cadbury devem ser vistas no contexto da governança corporativa em geral. Entretanto o autor diz que já existem mecanismos que ajudam a garantir que as empresas sejam bem gerenciadas, portanto não há necessidade de se substituir os mecanismos eficientes existentes pelo de Cadbury.

Por fim, Hart (1995) evidencia a importância das inovações oriundas do estudo de Cadbury (1992), entretanto, ao mesmo tempo, ressalta que os mecanismos existentes devem ser promovidos de forma a funcionar sem empecilhos para fornecer o *feedback*, através de verificações adequadas dos resultados e eficiência do comportamento gerencial.

Por sua vez, Shleifer e Vishny (1997) reiteram que há uma vasta literatura que explica como os gerentes usam seus direitos de controle para prosseguir projetos que os beneficia, ao invés dos investidores. Sendo assim, os gerentes podem expropriar os acionistas, permanecendo no cargo, mesmo que não sejam mais competentes ou qualificados para gerir a firma.

Além disso, Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a governança corporativa busca meios em que os fornecedores de recursos financeiros garantam retornos em seus investimentos. Portanto, são meios que visam garantir que a administração tome decisões em que maximizem os lucros da empresa, agregando valor a organização. Principais ferramentas utilizadas são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente (contabilidade) e o Conselho Fiscal, dentre outros.

Em seu estudo, Core, Holthausen e Larcker (1998) analisaram a relação entre a estrutura de propriedade e governança corporativa e compensações de CEO (*Chief Executive Officer*). A pesquisa aponta que, quanto menos efetiva é a governança, maior é o pagamento de compensações acima dos rendimentos normais dos CEOs. Verificou-se também que as características do conselho e da estrutura de propriedade explicam uma quantidade significativa de variação transversal na remuneração do CEO, depois de controlar os determinantes econômicos do salário. Logo, os autores apontaram que quanto maiores os problemas de agência, maior é o valor das compensações recebidas pelo CEO, entretanto estas empresas apresentam pior desempenho econômico.

Ademais, Gompers, Ishii e Metrick (2003) criaram um índice de governança com 24 regras para verificar o nível de direitos dos acionistas em, aproximadamente, 1500 grandes empresas durante a década de 1990. Os resultados encontrados apontaram que as empresas com os maiores índices de governança, ou seja, que asseguravam os direitos dos acionistas mais fortemente, tiveram maiores lucros, crescimento nas receitas e menores gastos de capital.

Outrossim, Eng e Mak (2003) verificaram a relação da estrutura de propriedade e composição do conselho de administração com a divulgação de informações voluntária. A estrutura de propriedade pode ser caracterizada em propriedade gerencial, propriedade em bloco e propriedade de governo, e a composição do conselho é mensurado pela percentagem de diretores independentes. O nível de divulgação é composto por um índice de um conjunto de

informações disponibilizadas não obrigatoriamente sobre informações estratégicas, financeiras ou não.

Logo, os resultados encontrados por Eng e Mak (2003) apontaram que a estrutura de propriedade e a composição do conselho influenciam no nível de divulgação. Assim sendo, o estudo apontou que, quanto menor a participação gerencial e maior participação do governo, maior é a divulgação, enquanto não foi identificada relação entre propriedade em bloco com o nível de divulgação. Por sua vez, quanto maior a quantidade de diretores externos, menor a divulgação. Por fim, as empresas maiores e menos endividadas tendem a ter maior divulgação voluntária.

Por seu turno, Harford, Mansib e Maxwell (2007) analisaram a relação entre governança corporativa e o caixa livre das empresas nos Estados Unidos. Os autores encontraram que empresas com fraca governança têm menores reservas de caixa. Quanto à política de distribuição de dividendos, empresas com fraca governança preferem recomprar ações a aumentar o pagamento de dividendos, evitando futuros pagamentos nos anos posteriores.

No entanto, Harford, Mansib e Maxwell (2007) afirmam que, quando há excesso de caixa e fraca governança, leva as empresas a ter maiores despesas de capital e se envolver em processos de aquisições, além de ser observado que tais empresas têm menor lucratividade e valor de mercado. Entretanto, é apenas uma evidência de que a presença de excesso de dinheiro altera a relação global entre governança e rentabilidade.

Recentemente, McCahery, Sautner e Starks (2016) efetuaram entrevistas com investidores institucionais para entender melhor seu papel na governança corporativa das empresas. Os autores verificaram uma intervenção generalizada de maneira informal, bem como a motivação por governança. Utilizou-se metodologia de pesquisa para fornecer informações sobre as preferências e ações de governança corporativa dos investidores institucionais. Voz e saída potencial de participação societária são mecanismos de governança e considerados como dispositivos complementares. Observou-se que os investidores enfrentam vários impedimentos para o envolvimento nas decisões nas empresas, principalmente por causa das preocupações de liquidez e preocupações legais.

Adicionalmente, McCahery, Sautner e Starks (2016) observaram que os planos estratégicos do investidor são importantes para o envolvimento nas decisões da empresa: os investidores de longo prazo intervêm de forma mais intensiva do que os investidores de curto prazo, e os compromissos são principalmente desencadeados por preocupações sobre a governança corporativa ou a estratégia de uma empresa em vez de questões de curto prazo. Por fim, abordaram sobre o uso polêmico de conselheiros por procuração. As respostas da pesquisa indicam que os conselheiros por procuração não agregam simplesmente as preferências dos acionistas ou coincidem com elas, mas na verdade influenciam a votação de forma positiva por causa das informações que fornecem.

2.2 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3

Segundo Malacrida e Yamamoto (2006), a premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações e pagarem um preço melhor por elas, reduzindo, como resultado, seu custo de captação.

De acordo com Malacrida e Yamamoto (2006), os níveis diferenciados de governança corporativa da B3, Nível 1 e Nível 2 foram criados como etapas preliminares e preparatórias para as empresas que desejam adotar plenamente as regras exigidas pelo Novo Mercado. Basicamente, enquanto o nível 1 atenta na melhoria nas prestações de informações ao mercado e com início de dispersão acionária, o Nível 2, adota todos os procedimentos anteriores e a

adotar práticas de governança adicionais e de direitos adicionais aos acionistas não controladores.

Conforme Da Cunha e Bortolon (2008), o Novo Mercado surgiu nos anos 2000 e foi desenvolvido com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias, ao mesmo tempo.

Só é permitido acesso ao Novo Mercado da B3 as empresas que venham a abrir capital ou as empresas previamente listadas que tenham apenas ações ordinárias ou que possam, no caso de existência de ações preferenciais, convertê-las em ações ordinárias.

Consoante com Da Cunha e Bortolon (2008), estes segmentos foram implantados em dezembro de 2000 pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA e atual B3, os níveis diferenciados de governança corporativa são segmentos especiais de listagem que oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume e melhor qualidade de informações, facilitando o acompanhamento de seu desempenho.

Assim, a B3 criou o segmento Novo Mercado, cujo os participantes se comprometem à práticas mais robustas, enquadrando-se em níveis crescentes em rigidez de exigibilidades de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O Novo Mercado é um segmento voltado principalmente, mas não exclusivamente, a empresas que venham abrir capital na B3. A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias, nos níveis mais altos.

Portanto, ao listar-se a umas das segmentações no Novo Mercado, a empresa compromete-se a um melhor nível de *disclosure* (fundamental para transparência no sistema financeiro) e de governança corporativa.

2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Para Schipper (1989, p.92), o gerenciamento de resultados é “uma intervenção intencional no processo de relatório financeiro externo, com a intenção de obter algum ganho privado. Esta definição limita a discussão, na medida em que incluiu apenas a função de relatório externo”.

Para encontrar indícios de gerenciamento de resultados, Dechow, Sloan e Sweeney (1995) afirma que é necessário entender-se o conceito de *accruals*, que é expressa pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional de uma empresa. Logo, pode-se afirmar que são todas as contas de resultado que entram na apuração do lucro, mas que não provocam movimentação de disponibilidades.

Ou seja, de acordo com Dechow, Sloan e Sweeney (1995), o objetivo do registro de *accruals* é mensurar o lucro economicamente, aquele que representa acréscimo concreto na riqueza patrimonial da unidade econômica, independente da movimentação financeira. Porém, um obstáculo é encontrado quando o gestor decide discricionariamente aumentar ou diminuir esses para modificar o lucro, por motivos descabidos na realidade do negócio.

Segundo Healy e Wahlen (1999, p.6), o “gerenciamento de resultados ocorre quando os gerentes usam o seu julgamento nos relatórios financeiros para enganar algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico subjacente da empresa, ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados”.

Ademais, Martinez (2001), argumenta que para os usuários externos, como os clientes, fornecedores, instituições financeiras, acionistas e o governo, que dependem dos relatórios contábeis com os dados confiáveis, em que representem fielmente a verdadeira situação da empresa, é considerado um problema relevante, já que há indagações se as informações apresentadas estão comprometidas quanto a sua integridade.

De acordo com Martinez (2001), criou-se a necessidade, portanto, de subdividir os *accruals* em discricionários e não discricionários. Os primeiros são considerados artificiais e têm o objetivo único de “gerenciar” o resultado contábil (*earnings management*). Os últimos são os exigidos conforme a realidade do negócio. Os discricionários podem ser positivos ou negativos, o que representa, respectivamente, que a companhia está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los.

Martinez (2001) entende que o gerenciamento de resultados contábeis é caracterizado como escolhas discricionárias facultadas ao gerente pelas normas contábeis. Assim, pelo uso do julgamento, o gestor realiza suas escolhas em razão dos incentivos que o levam a reportar um resultado distinto daquele ditado pela realidade concreta dos negócios.

O autor ainda diz que as empresas gerenciam os seus resultados levando em consideração os incentivos e os benefícios que serão contraídos com a adoção de tais práticas, de acordo com o Quadro 1:

Quadro 1 - Incentivos para Gerenciamento de Resultados

| Modalidade | Incentivos para Earnings Management |
|--|--|
| “Gerenciamento” de Resultados para Evitar Perdas | Dilema: Evita-se reportar pequenos prejuízos. Evidências: Grande concentração de <i>accruals</i> Discricionários positivos na faixa de pequenos lucros (0% a 2,5% dos ativos totais) |
| Gerenciamento de Resultados para Sustentar o Desempenho Recente | Dilema: Preocupação em não apresentar queda nos resultados, frustrando expectativas. Evidências: Empresas com alto <i>Market Value/Book Value ratio</i> têm maior propensão ao gerenciamento de resultados, com valores positivos de <i>accruals</i> discricionários em variações de 0% a 1,0% dos ativos totais. |
| Gerenciamento para piorar resultados correntes em prol de resultados futuros | Dilema: “ <i>Big Bath</i> ” <i>write offs</i> Evidência: As empresas que, em média, possuíam a maior quantidade de <i>accruals</i> discricionários negativas, foram as empresas que possuíam, em termos médios, os maiores prejuízos. |

Fonte: Martinez (2001).

Portanto, empresas com lucros antes de gerenciar os *accruals* estão mais propensas a usá-los para atingir as metas dos especialistas e os *benchmarks* de resultados de períodos anteriores (BARUA; MOFFITTI, 2006).

Segundo Paulo (2007), muitos indivíduos, tanto internos quanto externos da companhia utilizam as informações contábeis publicadas para a tomada de decisões. E o exercício do gerenciamento de resultados contábeis pode ser considerado por muitos um problema, enquanto para outros é uma solução. Para os usuários internos das informações publicadas, aqueles que possuem vínculo empregatício com a companhia, a prática de gerenciar os resultados é vista como uma solução, já que as informações contábeis alteradas irão demonstrar aquilo que a gerência deseja, ou seja, em muitas vezes, a saúde financeira da empresa em que atua, através das brechas encontradas nas normas contábeis. Para Formigoni, Paulo e Pereira (2007, p. 4):

Numa visão oportunista, o gerenciamento de resultados contábeis ocorre no manuseio dos números contábeis com a intenção de atender um benefício particular. O gerenciamento de resultados contábeis, diferentemente da fraude contábil, concentra-se nos limites prescritos pela legislação contábil, sendo difícil o adequado entendimento da diferença entre gerenciamento de resultados e fraude contábil. A fraude contábil é praticada mediante violação dolosa das práticas contábeis geralmente aceitas (FORMIGONI; PAULO; PEREIRA, 2007, p. 4).

Pode-se concluir, então, que devido à flexibilidade das normas contábeis, é possível que haja uma dupla interpretação das leis, que permitam que os responsáveis realizem a tomada de decisões e a publicação das demonstrações contábeis de acordo com os interesses próprios ou da empresa como um todo, para atingir os resultados desejados.

Desta forma, segundo Procianny e Verdi (2009) ao analisar as práticas de governança adotadas pelo segmento Novo Mercado, pode-se observar que são voltadas para problemas de agência associadas ao conflito de acionistas controladores e não controladores. Portanto, referente às atividades dos agentes a pesquisa irá verificar a seguinte hipótese:

H1 – O Gerenciamento de Resultado é praticado em um nível significativamente menor para empresas participantes do segmento Novo Mercado

H2 – Os diferentes níveis do segmento Novo Mercado apresentam intensidade de Gerenciamento de Resultados significativamente diferente entre os grupos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Segundo Marconi e Lakatos (1990), esta pesquisa pode ser qualificada como exploratória e positivista com base em seus objetivos, quanto ao método caracteriza-se como quantitativo. Ao se classificar a pesquisa com base nos procedimentos técnicos utilizados, ela enquadra-se como bibliográfica e documental. Quanto à abordagem, a pesquisa se caracteriza como quantitativa.

Para o desenvolvimento desse estudo, conforme Formigoni, Paulo e Pereira (2007), foi utilizado como base a revista Exame – Maiores & Melhores Empresas, publicada no sítio próprio na internet em maio de 2017, época do início da pesquisa. Desta forma, objetivou-se verificar o impacto de práticas do Novo Mercado no Gerenciamento de Resultado no ano de 2016, ano mais recente com dados disponíveis. Foram filtradas as companhias que possuem o controle brasileiro, classificadas como sociedades anônimas e que possuem capital aberto, totalizando 43 empresas. Os dados das empresas foram coletados do site da B3 e software de banco de dados Economatica®.

Utilizaram-se as informações das demonstrações financeiras de 2016 e foi utilizado o modelo Jones Modificado, conforme Dechow, Sloan e Sweeney (1995), que permite analisar o nível de gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários. Os resultados obtidos permitiram verificar a prática de gerenciamento de resultados em todos os tipos de companhias, independentemente do seu nível de governança corporativa.

Foi utilizado o software estatístico GRELT® para a realização de testes estatísticos realizados através da regressão linear múltipla, para encontrar os coeficientes e o erro de regressão que são essenciais para o cálculo do modelo. Seguidamente, calculou-se regressão linear para verificar a relação entre os níveis de governança e *accruals*.

Adicionalmente, foi efetuado teste de médias, paramétricos e, para maior robustez, teste não paramétrico e, assim, verificar se houve diferenças entre os *accruals* discricionários apresentados pelos grupos estudados para corroborar ou contrapor os resultados encontrados na

etapa anterior. Ressalta-se que os pressupostos de todos os testes foram atendidos, conforme evidenciado em quadro próprio no capítulo 6 - Análise de Resultados.

3.1 - DEFINIÇÃO DOS MODELOS EMPREGADOS

Para se avaliar o nível de gerenciamento de resultados foi necessário calcular os *accruals* discricionários das 43 empresas. Ademais, identificaram-se as empresas em três principais segmentos de práticas de governança corporativa na B3: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado; além das empresas classificadas como de nível Tradicional (as que não participam de nenhum segmento).

Conforme Dechow, Sloan e Sweeney (1995), o método de Jones Modificado é iniciado pela mensuração dos *accruals* totais. Adotando-se um modelo proposto, logo calcularam-se os *accruals* não discricionários, e por fim é deduzido dos *accruals* totais.

Seguindo o modelo utilizado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Formigoni, Paulo e Pereira (2007), primeiramente foi calculado os *accruals* totais utilizando a fórmula 1:

$$Ac_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - Depr_t}{A_{t-1}} \quad (1)$$

Onde:

Act = *accruals* (operacionais) totais da empresa no período t ;

ΔAC_t = variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

ΔPC_t = variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta Disp_t$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

ΔDiv_t = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$Depr_t$ = montante das despesas com depreciação da empresa durante o período t . A_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-1$.

Conforme Formigoni, Paulo e Pereira (2007), utilizou-se o modelo original de Jones (1991, p.2). Realizou-se a regressão linear múltipla, onde para a variável dependente foi utilizado o saldo dos *accruals* totais, e as independentes foram a “Variação da Receita” e “Saldo do Ativo Imobilizado e Diferido”, todas as variáveis subtraídas pelo “Ativo Total do ano 2016”. Conforme a fórmula 2:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta R_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i \quad (2)$$

Onde:

TA_{it} = total dos *accruals* da empresa i no período t ;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o ano t ;

PPE_{it} = saldo final das contas Ativo Imobilizado e Ativo Diferido da empresa i no período t ;

A_{it-1} = Ativo total da empresa i no período $t-1$;

ε_{it} = termo de erro.

Seguindo os procedimentos adotados por Formigoni, Paulo e Pereira (2007), os coeficientes calculados na fórmula 2 foram aplicados na fórmula 3 para encontrar-se os *accruals* não discricionários.

$$NDA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i \quad (3)$$

Onde:

NDA_{it} = *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o ano t ;

ΔCR_{it} = variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa i do período $t-1$ para o ano t ;

PPE_{it} = saldo final das contas Ativo Imobilizado e Ativo Diferido da empresa i no período t ;

A_{it-1} = Ativo total da empresa i no período $t-1$;

α , β_1 e β_2 = coeficientes estimados pela equação 2.

Para finalizar, Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e, no Brasil, Formigoni, Paulo e Pereira (2007) utilizaram a Fórmula 4 para calcular os *accruals* discricionários para os testes com os níveis de gerenciamento de resultados das empresas analisadas:

$$DA_t = TA_t - NDA_t \quad (4)$$

Onde:

DA_t = *accruals* discricionários da empresa no período t ;

TA_t = *accruals* totais da empresa no período t (equação 1);

NDA_t = *accruals* não-discricionários da empresa no período t (equação 2);

3.3 TESTE DE MÉDIAS DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

Por fim, foi efetuado o teste T e, para robustez, o não paramétrico teste Mann-Whitney U para verificar a diferença entre as médias dos *accruals* discricionários das empresas inseridas em todos os níveis do Novo Mercado com as que não se encontram neste segmento. Ademais, para melhor visualização dos resultados, segregou-se o grupo Novo Mercado de acordo com as práticas evidenciadas no site da B3 em: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado e, com esta nova classificação, efetuou-se um Teste T e o teste U de Mann-Whitney para cada grupo com o Tradicional.

Segundo Malacrida e Yamamoto (2006), baseado nas informações adquiridas no site da B3, o grupo Tradicional é representada por empresas que não participam dos níveis de segmento especial da B3, empresas enquadradas no Nível 1 são expostas a exigibilidade mais branda de práticas de governança corporativa, para empresas classificadas como Nível 2 são requeridas exigências adicionais ao Nível 1 e o Novo Mercado é o grau máximo de exigibilidade de práticas de governança corporativa na B3.

Assim, compararam-se os diferentes segmentos especiais de listagem da B3, confrontando-se os grupos, entre si, para verificar se as práticas exigidas por cada segmento influenciam significativamente o nível de *accruals* discricionários. Para isto, foi verificado se há diferença estatisticamente significativa entre as médias dos *accruals* discricionários entre os segmentos de governança corporativa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

De acordo com as equações vistas na seção anterior, foram estimados os *accruals* das 43 empresas listadas pela revista Exame, Maiores & Melhores Empresas publicada em 2016, classificadas como as que possuem o controle brasileiro, identificadas como sociedades anônimas de capital aberto.

Após encontrados os *accruals* totais na primeira fórmula, apresentada na metodologia, pode-se efetuar a regressão linear múltipla e assim gerar os coeficientes para o cálculo dos *accruals* não discricionários e, assim, ser possível encontrar os valores discricionários. É de suma importância esta etapa, pois é validador de todo o cálculo restante. Por fim, a referida regressão apresentou-se com significância estatística como um todo. Adicionalmente, efetuaram-se os testes de homocedasticidade e normalidade, ambos os pressupostos foram atendidos. Os coeficientes encontrados, essenciais para dar prosseguimento aos cálculos, foram os seguintes:

Tabela 1 - Resultados da Regressão para Cálculo dos *Accruals*

| Variáveis | Coefficiente | Razão-t | P-valor |
|------------------------------|--------------|---------|---------|
| Constante | -0,01 | -0,49 | 0,63 |
| Δ Receita/Ativo total | 0,11 | 1,53 | 0,13 |
| PPE | 0,07 | 1,60 | 0,12 |
| Total Regressão | N/A | N/A | 0,08 |

Fonte: Resultados de Pesquisa

Pode-se observar que a regressão múltipla é significativa a 0,1. Ademais, a regressão atendeu os pressupostos de homocedasticidade e normalidade, conforme evidenciados na Tabela 2:

Tabela 2 - Resultados dos Pressupostos de Regressão

| Nome | P-valor |
|------------------------|---------|
| Teste de White | 0,88 |
| Teste de Breusch-Pagan | 0,39 |
| Teste da normalidade | 0,12 |

Fonte: Resultados de Pesquisa

Ao analisar a Tabela 2, verifica-se que não há problemas de heterocedasticidade nos resultados apontados pelos testes de White e Breusch-Pagan. Verificou-se, também, que não houve problemas de normalidade, além de que se for utilizar o teorema do limite central pelo motivo da amostra ser acima de 30 empresas, pode-se presumir que a distribuição tende a normal:

Tabela 3 - Teste de Fatores de Inflação da Variância

| Variáveis | VIF |
|------------------------------|------|
| Δ Receita/Ativo total | 1,01 |
| PPE | 1,01 |

Fonte: Resultados de Pesquisa

Adicionalmente, por se tratar de regressão linear múltipla, apesar do R quadrado não apresentar resultado elevado, utilizou-se o Teste de Fatores de Inflação da Variância para

verificar presença de multicolinearidade. Pode-se observar que os valores estão abaixo de 10, ou seja, não há indícios de inter-relação entre as variáveis independentes.

Depois de efetuados os cálculos dos *accruals* discricionários, foi efetuado o teste t e o teste U de Mann-Whitney para relacionar os níveis de governança corporativa da B3 e os níveis de *accruals*. Nesta etapa, objetivou-se verificar se há diferenciação significativa entre empresas de todos os segmentos de boas práticas de governança definida como variável Novo Mercado Total e as empresas não participantes destes segmentos definidas como “Tradicional”.

Tabela 4 – Teste T e Teste Mann-Whitney U– *Accruals* Discricionários

| Variável | Demais Empresas | Novo Mercado | Razão-t | P-valor Teste T | P-valor MW |
|---------------------------------|-----------------|--------------|---------|-----------------|------------|
| <i>Accruals</i> Discricionários | -0,0139 | 0,0054 | -1,1380 | 0,2617 | 0,51 |

Fonte: Resultados de Pesquisa

De acordo com os resultados obtidos, não foi encontrado relação entre os níveis de governança corporativa da B3e o nível de *accruals* discricionários. Pode-se supor que as empresas que estão inseridas nos níveis diferenciados de governança, embora adotem variadas práticas e regras para ingressar em tais segmentos com direito a este “selo de qualidade”, estas não são suficientes para inibir práticas de gerenciamento de resultados, de tal forma que diferencie das demais empresas que não adotam tais regras.

Adicionalmente, efetuou-se o teste de médias entre os *accruals* discricionários das empresas classificadas como “Tradicional” e as pertencentes a diferentes níveis de governança da B3, individualmente, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Conforme Tabela 5, não foram observadas diferenças nos *accruals* entre as empresas. Reforçando-se, assim, os resultados anteriormente obtidos.

Tabela 5 – Teste t – *Accruals* entre o Tradicional e Níveis de Governança da B3

| Descrição | Tradicional | Nível 1 | Nível 2 | Novo Mercado |
|------------------------|-------------|---------|---------|--------------|
| Média | 0,0100 | 0,0116 | -0,0101 | -0,01391 |
| Variância | 0,0018 | 0,0011 | 0,0007 | 0,00387 |
| Observações | 7 | 5 | 4 | 27 |
| Teste Jarque-Bera | 0,2439 | 0,6940 | 0,7716 | 0,9919 |
| P-Valor - Teste T | | 0,9433 | 0,4214 | 0,3471 |
| P-Valor - Mann-Whitney | | 0,4320 | 0,3150 | 0,4270 |

Fonte: Resultados de Pesquisa

Pode-se observar que as médias dos *accruals* discricionários entre as empresas qualificadas como “Tradicional” e as empresas participando do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado não apresentaram diferença significativa, apresentando p-valores de 0,94 (Tradicional x Nível 1), 0,42 (Tradicional x Nível 2) e 0,34 (Tradicional x Novo Mercado), respectivamente. O teste de Jarque-Bera para verifica o pressuposto de normalidade foi atendido pelos quatro grupos.

Ademais, os testes não paramétricos U de Mann-Whitney vão ao encontro dos resultados encontrados anteriormente, evidenciando que não houve diferença dos *accruals* entre os grupos, apresentando p-valores de 0,43 (Tradicional x Nível 1), 0,31 (Tradicional x Nível 2) e 0,42 (Tradicional x Novo Mercado), respectivamente

Não obstante, buscando maior entendimento sobre o fenômeno analisado, verificou-se a relação entre os níveis de governança visando observar diferenças “entre-níveis” nas médias dos *accruals* discricionários, conforme Tabela 6, a seguir:

Tabela 6 – Teste t – *Accruals* entre os Níveis de Governança da B3

| Nível de Significância | Nível 1 x Nível 2 | Nível 1 x NM | Nível 2 x NM |
|-------------------------------|--------------------------|---------------------|---------------------|
| P-Valor -Teste T | 0,32 | 0,38 | 0,90 |
| P-valor Mann-Whitney | 0,29 | 0,36 | 0,98 |

Fonte: Resultados de Pesquisa

Neste caso, novamente, não houve diferença entre os três segmentos de Governança, com o teste T apresentando p-valores de 0,32 (Nível 1 x Nível 2), 0,38 (Nível 1 x Novo Mercado) e 0,90 (Nível 2 e Novo Mercado). Adicionalmente, os resultados obtidos pelo teste não paramétrico U de Mann-Whitney corroboram com os achados anteriores, apresentando p-valores de 0,29 (Nível 1 x Nível 2), 0,36 (Nível 1 x Novo Mercado) e 0,98 (Nível 2 e Novo Mercado), conforme Tabela 6.

Assim, com os achados de pesquisa pode-se sugerir que as práticas adotadas pelos diferentes níveis do segmento Novo Mercados não estão mitigando os problemas de agência associados a assimetria informacional. Desta forma, os gestores ainda possuem liberdade para atuar em gerenciamento de resultados em causa própria, podendo persuadir os acionistas com informações de forma a não suscitar dúvidas sobre a eficiência na criação e valor dos gestores.

Ao analisar individualmente cada nível do Novo Mercado, verifica-se que não há diferenças no gerenciamento de resultados entre os grupos. Desta forma, exigências como, por exemplo, que empresas tenham somente ações ordinárias em circulação, um mínimo de *free-float* no mercado, entre outras, não são suficientes para inibir tais práticas.

Desta forma, sugere-se que os custos de agências não estejam refletidos apropriadamente no valor destas empresas, uma vez que, quando uma empresa participa do Novo Mercado, infere-se que possíveis problemas de agências sejam reduzidos. Portanto, esta informação é absorvida na valorização das ações destas empresas. Entretanto, com os achados desta pesquisa, sugere-se que na precificação das ações das empresas do Novo Mercado não esteja reconhecendo as reduções de valor causados pelas assimetrias informacionais ainda presentes.

Portanto, de acordo com as evidências encontradas neste estudo, pode-se supor que estar em algum segmento diferenciado de governança corporativa não influencia nas políticas de gerenciamento de resultado. Ou seja, os esforços das empresas para se enquadrar em segmentos diferenciados da B3 são insuficientes no que consta a utilização de *accruals* discricionários na geração de informações financeiras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo verificar a diferença na ocorrência de *accruals* discricionários entre as empresas com controladores brasileiros, listadas nos segmentos especiais de governança corporativa e as demais empresas (não listadas nestes segmentos) negociadas na B3. Desta forma, após realizados os cálculos dos *accruals* discricionários das empresas analisadas, não foi verificada diferenças no nível de gerenciamento de resultados entre os diferentes níveis de governança.

Portanto, observa-se que, o gerenciamento de resultados é uma técnica amplamente difundida, praticada por diversas empresas de diferentes maneiras e, se praticada demasiadamente, pode ser indicativo de que há manipulação de dados. Entretanto, esperava-se que os indícios da prática desta atividade entre os diferentes níveis de governança fossem diferentes.

De acordo Malacrida e Yamamoto (2006), ao listar-se em um dos segmentos de governança corporativa da B3, a empresa compromete-se a um melhor nível de *disclosure*

(fundamental para transparência no sistema financeiro) e de práticas de governança corporativa, mundialmente aceitas, gerando, assim, informações mais fidedignas ao mercado acionário.

Observa-se, no entanto, que a realidade brasileira difere do que é encontrada na literatura internacional, onde se observa o conflito de agência entre os administradores e os proprietários. Segundo Sarlo Neto *et al* (2005), o mercado de capitais brasileiro encontra-se muito concentrado e constituído de empresas familiares, logo, o conflito é entre os sócios controladores e os sócios não controladores, assim, uma das medidas para se ingressar no novo mercado, de ter somente ações do tipo ordinárias, não tem influência neste conflito, uma vez que o controle, com esta medida, não será pulverizado.

Entretanto, mesmo com as demais exigências impostas pela B3 para ingressar em tais segmentos, como medidas visando melhor qualidade na divulgação de informações ao mercado e pulverização do controle, com o resultado desta pesquisa, sugere a necessidade que se tenha uma revisão profunda da efetividade de tais práticas de governança no Brasil. Portanto, há de se incentivar políticas mais efetivas como, por exemplo, um monitoramento mais próximo da geração de dados e verificação dos *accrual* durante períodos de crise ou de fatos relevantes.

Além disto, pode-se utilizar a literatura sobre o tema como base, para que se possa avaliar se uma empresa realmente adota procedimentos efetivos de governança corporativa e, assim, trazer maior segurança aos investidores em geral com a maximização do valor das empresas. Assim, com medidas mais robustas sobre este “selo de qualidade” concedida pela B3, pode-se ter maior reconhecimento do mercado como símbolo de confiança trazido por estes segmentos especiais.

Recomenda-se para pesquisas futuras a utilização de períodos maiores de análise, englobando mais de quatro períodos, ou fazendo uso de informações semestrais. Também é recomendado utilizar uma amostra maior de empresas para que possa dar maior robustez às conclusões futuras.

Referências

DA CUNHA, Claudio Marcio Pereira; BORTOLON, Patrícia Maria. Segmentos Bovespa de Governança Corporativa e o Desempenho das Ações na Crise de 2008. In: *XI Encontro Brasileiro de Finanças*.

CORE, John E.; HOLTHAUSEN, Robert W.; LARCKER, David F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, v. 51, n. 3, p. 371-406, 1999.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. *Accounting review*, p. 193-225, 1995.

ENG, Li Li; MAK, Yuen Teen. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of accounting and public policy*, v. 22, n. 4, p. 325-345, 2003.

EXAME, Ranking do Controle Brasileiro em 2016. Disponível em: <<http://mm.exame.abril.com.br/empresas/filtrar/2016/Todos/brasileiro>>. Acesso em: 22 de maio de 2017.

FORMIGONI, Henrique; PAULO, Edilson; PEREIRA, Carlos Alberto. Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, I, Gramado. 2007.

GeCont, v. 5, n. 2, Floriano-PI, Jul-Dez. 2018.

GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em 16/06/2017.

GOVERNANÇA CORPORATIVA: O que é e como funciona. Disponível em: <<http://www.sobreadministracao.com/o-que-e-quais-sao-os-beneficios-objetivos-e-vantagens-da-governanca-corporativa/>>. Acesso em 14/06/2017.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, v. 118, n. 1, p. 107-156, 2003.

HART, Oliver. Corporate governance: some theory and implications. *The economic journal*, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.

HARFORD, Jarrad; MANSI, Sattar A.; MAXWELL, William F. Corporate governance and firm cash holdings in the US. In: *Corporate governance*. Springer Berlin Heidelberg, 2012. p. 107-138.

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

KANG, Jun-Koo; SHIVDASANI, Anil. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of financial economics*, v. 38, n. 1, p. 29-58, 1995.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. SPE, p. 65-79, 2006.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

MCCAHERY, Joseph A.; SAUTNER, Zacharias; STARKS, Laura T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, v. 71, n. 6, p. 2905-2932, 2016.

PAULO, Edilson. Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2--Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 1, 2009.

SARLO NETO, Alfredo et al. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 16, n. 37, p. 46-58, 2005.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. *The journal of finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

GeCont, v. 5, n. 2, Floriano-PI, Jul-Dez. 2018.

SCHIPPER, Katherine. Commentary on earnings management. *Accounting horizons*, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.