

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISA EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

FLÁVIO SÉRGIO LINHARES

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E EFICIÊNCIA DOS
INVESTIMENTOS**

**VITÓRIA
2015**

FLÁVIO SÉRGIO LINHARES

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E EFICIÊNCIA DOS
INVESTIMENTOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante na área de Concentração em Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

**VITÓRIA
2015**

FLÁVIO SÉRGIO LINHARES

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante na área de Concentração em Contabilidade e Finanças.

Aprovada em 13 de Outubro de 2015

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof^o Orientador: Dr.: Fábio Moraes da Costa
(FUCAPE)**

**Prof^a Dr^a.: Dra. Graziela Fortunato
(FUCAPE)**

**Prof^o Dr.: Felipe Ramos Ferreira
(FUCAPE)**

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço imensamente a Deus, pela sabedoria concedida em toda esta trajetória. Toda a honra e toda a glória a Ele.

À minha esposa Márcia, que depois de Deus, foi o alicerce que me sustentou neste período. Obrigado pelo apoio, compreensão e tantos momentos de oração a Deus por mim. Peço perdão pelo tempo que tive que me ausentar da família e de você para me dedicar a este estudo. Somente Deus pode lhe retribuir. Sou eternamente grato à você.

Aos meus filhos, Sávio, Samuel e Saulo que tantas vezes tive que deixar de brincar e estar ao lado de vocês para me dedicar a trabalhos e atividades acadêmicas. Amo vocês.

Aos meus pais José Leopoldo Linhares e Áurea Maria Linhares, pelo apoio familiar nos momentos que estive ausente com minha família e pela compreensão e carinho.

Às minhas tias, Helena e Maria Martinha. Sempre companheiras e prestativas com minha família.

Aos membros da Primeira Igreja Batista em Pará de Minas, pelas orações e interseções, junto ao nosso Deus.

Aos funcionários, professores e alunos do Curso de Ciências Contábeis da FAPAM– Faculdade de Pará de Minas, que sempre me apoiaram para realização deste sonho.

A todos os professores da FUCAPE, pela dedicação e por todo o conhecimento compartilhado e em especial ao professor Dr. Francisco Antônio Bezerra, pelas valiosas sugestões e colaborações durante à última disciplina cursada.

E por último, gostaria de agradecer imensamente ao professor Dr. Fábio Moraes da Costa, pela paciência e dedicação sempre demonstrada na condução deste trabalho. Em todos os momentos de orientação sempre se demonstrando atencioso e seguro quanto aos objetivos a serem alcançados com esta pesquisa. Para mim é uma honra ter um trabalho elaborado sobre orientação desse ilustre pesquisador e docente.

RESUMO

Este estudo avaliou se há relação entre a qualidade da informação contábil, medida por meio do gerenciamento de resultados, e a eficiência de investimentos realizados por companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no período de 1996 a 2012. Primeiramente, avaliaram-se os investimentos com o crescimento nas vendas, sendo que os resíduos dessa relação foram escalonados em quartis e serviram de base para classificar o nível de investimento. Os investimentos classificados no meio dos quartis, foram definidos como *benchmark* e os classificados nos extremos, foram definidos como *under/over*, ou seja, sub ou sobre investimento. A partir desta classificação, buscou-se avaliar a probabilidade da empresa que gerencia seus resultados, enquadrar-se em três níveis de investimento, *under*, *over* e investimento ótimo, esse definido como *benchmark*. Constatou-se que há relação positiva entre gerenciamento de resultados e o nível de investimento. Os resultados demonstraram que empresas que gerenciam seus resultados, tendem a se desviar da normalidade dos investimentos, ou seja, do nível ótimo de investimento e tendem a investir tanto abaixo (*underinvest*), quanto acima (*overinvest*). Por fim, constatou-se que empresas com maior qualidade da informação contábil apresentam menor probabilidade de desviar do grau previsível de investimento. Os resultados encontrados foram consistentes com a ideia de que, qualidade da informação contábil tem um papel importantíssimo para os gestores a fim de analisar a eficiência dos investimentos.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Investimentos. Qualidade da Informação Contábil.

ABSTRACT

This study has assessed if there is a relationship between the accounting information quality and investment efficiency among Brazilian public companies listed at BM&FBOVESPA, from 1996 to 2012. First, we evaluated investments with growth in sales, and the waste of this relation were scaled into quartiles and served as the basis for classify the level of investment. The investments classified between the quartiles defined as benchmark and classified the extremes, were defined as under / over investment. From this classification, it sought to evaluate the probability of the company that manages its results frame into three levels of investment, under, over and great investment, this defined as benchmark. It is find that there as positive relationship between earnings management and the level of investment. The results demonstrate that companies managing their results tend to deviate from normality of the investments, i.e. the great level of investment and tend to invest much below (underinvest), as upward (overinvest). In the following, it was find that companies with higher quality of accounting information are less likely to swerve from foreseeable investment degree. Overall, evidence indicate that there is a link between accounting quality and investment efficiency in Brazil and that results are consistent with the claim that accounting information quality has an important role for managers and their decisions

Keywords: Result Management. Investments. Accounting Information Quality.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
3. METODOLOGIA	23
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	33
5. CONCLUSÃO	43
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho procura estudar a relação entre a eficiência dos investimentos e a qualidade da informação contábil, medida por meio do gerenciamento de resultados. Trabalhos anteriores (HEALY e PALEPU, 2001, BUSHMAN e SMITH, 2001; LAMBERT, LEUZ, e VERRECHIA, 2000) relatam que o aumento de qualidade nos relatórios financeiros levam a implicações econômicas relevantes nas empresas, como por exemplo, a eficiência dos investimentos realizados.

Biddle, Hilary e Verdi (2009) destacam que uma maior qualidade nos relatórios financeiros melhora a eficiência dos investimentos, uma vez que reduz a assimetria da informação, reduzindo o custo de captação de recursos e/ou o custo de monitoramento dos gestores. Trabalhos anteriores realizados no Brasil acabam por focar nos determinantes na qualidade da informação contábil (LOPES e MARTINS, 2005; PAULO e MARTINS, 2007; MARTINEZ, 2001; LOPES, 2002; PAULO, 2007). Assim, existe uma lacuna sobre a avaliação das conseqüências geradas por informações de maior ou menor qualidade. Neste sentido, e em linha com o que já foi investigado no mercado norte-americano (BIDDLE, HILARY e VERDI, 2009), espera-se que o presente trabalho contribua para a compreensão entre a relação do nível de gerenciamento de resultados e a eficiência de investimentos no mercado brasileiro.

Biddle, Hilary e Verdi (2009) destacam que relatórios financeiros com maior qualidade na informação poderiam reduzir a seleção adversa na emissão de ações por parte das empresas, pois os mesmos tendem a demonstrar os projetos das empresas de forma mais clara e eficiente para o investidor.

Destaca-se que a eficiência nos investimentos são projetos com valor presente líquido positivo num cenário de conflito de interesses no mercado, tais como seleção adversa e custos de agência. Na literatura, define-se como *underinvest* a condição em que a empresa deixa passar oportunidade de investimento que teria valor presente líquido positivo neste cenário. De maneira oposta, *overinvest* consiste no investimento em projetos com valor presente líquido negativo (BIDDLE, HILARY e VERDI, 2009).

De acordo com Martinez(2001), os usuários da informação contábil são os agentes econômicos que buscam na contabilidade informações para aperfeiçoar os seus modelos decisórios. Ainda de acordo com o referido autor, a partir do momento em que ela passa a gerar informações úteis, ela também passa a ter implicações econômicas para os diversos agentes.

Beaver (1981) descreve que é possível identificar algumas conseqüências econômicas relevantes em função da informação contábil, dentre as quais, como tal informação pode afetar a forma pela qual os investimentos são alocados pelas empresas. No mesmo sentido Biddle, Hilary e Verdi (2009) relatam que a associação entre os relatórios financeiros e eficiência dos investimentos reduz a assimetria da informação e que relatórios com níveis mais elevados de qualidade podem levar à maior atração de capital e, conseqüentemente, a um maior volume de recursos a serem aplicados.

Sobre o prisma de que a informação contábil afeta diversos usuários, Martinez (2001) destaca que a escolha do melhor método de contabilização é ligada à uma decisão social. Diante deste cenário, a prática de intervenção proposital nos relatórios financeiros, com a intenção de obter algum benefício particular pode ser prejudicial aos *stakeholders*.

Com base nos argumentos apresentados nos parágrafos anteriores, é possível esperar que uma maior qualidade de informações financeiras esteja associada a um menor investimento acima ou abaixo do que seria considerado como ideal (*overinvest* ou *underinvest*). Assim, o presente trabalho teve como objetivo responder ao seguinte questionamento: **Empresas que gerenciam seus resultados tendem a desviar-se do nível ideal de investimento?**

Primeiramente, para avaliar a qualidade da informação contábil foi utilizada a medida de gerenciamento de resultado como *Proxy* de qualidade, conforme modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Em seguida, foi avaliado o nível ideal de investimento através da relação entre o crescimento das vendas e os investimentos a fim de medir a eficiência desses investimentos, conforme modelo proposto por Biddle, Hilary e Verdi (2009).

Foram utilizados os resíduos desta relação a fim de classificar os níveis de investimentos. Os resíduos foram classificados em quartis e serviu de base para a classificação dos investimentos, ou seja, os investimento abaixo do nível ideal recebeu a identificação de sub-investimento, ou *underinvest*, os investimentos acima do nível ótimo, recebeu a identificação de sobre investimento ou *overinvest*. Já as classificações no meio dos quartis, foram definidas como referências, ou seja, classificada como *benchmark*.

Os resultados indicam que empresas com maior qualidade em seus relatórios financeiros são menos prováveis a desviar-se do grau ideal de investimento. O trabalho também demonstrou que variáveis de controle, tais como auditoria, níveis de governança corporativa, total dos ativos e resultado, tem relação com a eficiência dos investimentos.

De maneira geral, o resultado deste trabalho demonstrou que empresas que gerenciam seus resultados, são mais suscetíveis a se desviar do nível esperado de investimento. Dessa forma, espera-se que este estudo contribua tanto para a literatura sobre gerenciamento de resultados quanto para os usuários da informação, uma vez que normalmente são os provedores das fontes de recursos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Biddle, Hilary e Verdi (2009), definem que a qualidade da contabilidade consiste na capacidade em que os relatórios financeiros transmitem informações sobre as operações da firma, em especial sobre seu fluxo de caixa esperado.

Paulo (2007) descreve que um dos principais objetivos da contabilidade é gerar informações úteis à usuários, mas estes não escolhem os critérios de mensuração e evidenciação das demonstrações.

O autor ainda destaca que, com a evolução da complexidade das diversas atividades empresarias existentes, a informação para os gestores e demais usuários tornam-se mais distintas e esses como usuários primários, necessitam de informações precisas sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas para tomarem decisões quanto a alocação de recursos.

Dechow e Schrand (2004) definem que a qualidade dos lucros é contextual e tem diferentes significados para os diversos usuários das demonstrações financeiras.

Paulo (2007) descreve que o conceito de qualidade de informação contábil é complexo e depende do objetivo de cada usuário, uma vez que poderão ser vários os motivos que levam os gestores a alterar os resultados.

De acordo com estudos de Dechow e Schrand (2004), a qualidade da informação contábil consiste num conjunto completo com várias dimensões como a persistência de lucros, o grau de conservadorismo e o nível de gerenciamento de resultados.

No contexto de qualidade da informação e eficiência dos investimentos, há evidências apresentadas de que a qualidade da informação contábil é associada tanto para baixos investimentos quanto para investimentos em excesso(BIDDLE et all. 2009). Assim, empresas com maior qualidade nos relatórios contábeis, apresentam menor probabilidade de investirem recursos em montantes significativamente acima ou abaixo do nível considerado ótimo. Portanto os resultados apresentados pelos autores citados anteriormente são consistentes com a ideia de que, qualidade da informação contábil é importante nos processos de decisões de investimento.

2.1.1 Gerenciamento de Resultados

De acordo com Martinez (2001), gerenciamento de resultado é qualificado como escolhas discricionárias pelo gestor da empresa. Portanto, o gestor faz escolhas em razão de algum objetivo específico que o levam a informar um resultado distinto daquele oriundo pela realidade das operações.

Existem diversas definições sobre gerenciamento de resultados (*earnings management*, em inglês). Para Schipper (1989) *earnings management* é uma ação proposital nas demonstrações contábeis, com o objetivo de obter algum benefício em particular, ou seja, refere-se a uma ação que visa prioritariamente à intenção dos executivos e não a transparência da informação. Já para Healy e Wahlen (1999) gerenciamento acontece quando os gestores utilizam de objetivos próprios na elaboração dos relatórios financeiros com a intenção de alterá-los sem despertar a atenção de *stakeholders*, para o desempenho econômico financeiro da empresa.

Martinez (2001) destaca que gerenciamento de resultados não é igual à fraude contábil. Segundo o autor, as normas Internacionais de Auditoria (IFAC) consideram fraude como um “ato intencional por parte de um ou mais indivíduos dentre os membros administrativos, empregados ou terceiros, que resulta em declarações falsas das demonstrações financeiras”.

De acordo com Graham *et al* (2005), os gestores mencionam que o resultado contábil é uma métrica relevante para avaliar o desempenho dos diferentes agentes econômicos externos. Diante disso, gera-se a demanda por estudos dos componentes que formam o resultado, (*accruals* e fluxo de caixa) e avaliar como cada um se comporta em relação aos diversos fatores no ambiente organizacional.

Em seu trabalho, Martinez (2001) descreve que apesar de serem muitos os incentivos para a prática de gerenciamento de resultados, é possível classificá-los em três categorias conforme descrito abaixo.

Primeiramente o motivo está vinculado ao mercado de capitais, pois o uso das informações contábeis por parte do usuário principal e analistas gera um incentivo para que os gestores gerenciem os resultados. O objetivo geral é modificar a visão de risco quanto a investimento na empresa.

Em seguida o autor descreve que a prática de gerenciamento de resultado está também ligada à motivação contratual, sendo que utiliza a contabilidade como instrumento para monitorar e controlar os contratos entre empresas e *stakeholders*.

E por fim, a prática de gerenciamento de resultado tem motivações regulamentares e custos políticos, onde as empresas gerenciam seus resultados quando possuem lucro muito elevado ou resultado acima da média de outros setores ou meramente para controlar lucro atual e lucro futuro.

Santos e Grateron (2003) aborda o gerenciamento de resultado com implicações à ética contábil. Segundo os autores, gerenciamento de resultados é uma prática de manuseio dos resultados da empresa com o objetivo de demonstrar uma realidade diferente.

Cosenza e Grateron (2003) definem gerenciamento de resultados como uma maneira de maquiar a realidade econômica e patrimonial da empresa, através de práticas de manipulação das informações com o intuito de demonstrar uma realidade para atender objetivos dos gestores.

Martinez (2001) destaca que, em relação às motivações envolvidas, podem-se ter várias modalidades de gerenciamento de resultado as quais ele descreve como:

a) *Target Earnings* -é um gerenciamento de resultado para alterar o lucro, aumentando-o ou diminuindo-o. O objetivo é atingir metas de referência que podem ficar acima ou abaixo do período.

b) *Income Smoothing* , tem o objetivo de reduzir a variabilidade, e manter os resultados em um determinado patamar, sem sofrer oscilações.

c) *Big Bath Accounting*, tem o objetivo de reduzir lucros correntes em prol de lucros futuros. Segundo Martinez (2001), as empresas gerenciam seus lucros atuais, para ter um reflexo deste ato no resultado futuro.

Para Kraemer (2005) , a prática de gerenciamento de resultado é uma forma em que os gestores utilizam as normas contábeis a fim de atender objetivos específicos, sem descumprir os princípios contábeis.

Como resultado de pesquisas na literatura sobre *earnings management*, Martinez (2008) destaca que é possível distinguir três metodologias que são

tradicionalmente usadas em trabalhos empíricos na área: distribuição de frequências, análise de *accruals* específicos e estimação de *accruals* discricionários.

Aharoney et. al. (1993) definem *accruals* totais em um determinado período, como a diferença entre o resultado operacional e o fluxo de caixa das operações. Esta diferença ocorre em função da diferença entre regime de caixa e regime de competência. Em obediência ao regime da competência, as ocorrências de transações econômicas que não geram entrada ou saída de caixa, devem ser registradas, e conseqüentemente não geram entradas e ou saídas de recursos financeiros, gerando portanto os *accruals*.

De acordo com Dechow (1994), os gestores das empresas geralmente têm poder de decisão para reconhecimento dos *accruals*, cuja discricionariedade pode ser utilizada também para sinalizar um melhor desempenho da empresa.

Segundo Martinez (2008) não há nada de errado no registro dos *accruals*, uma vez que o objetivo é mensurar o resultado econômico, ou seja, aquele que provoca acréscimo no patrimônio da entidade, independentemente se ocorrer ingresso de recursos financeiros. Ainda de acordo com o autor, o problema está no fato do executivo, discricionariamente aumentar ou reduzir esses *accruals* com o propósito de influenciar o resultado.

Na medida em que os gestores usam de seus objetivos próprios para gerenciar os resultados, o lucro torna-se menos confiável, o que faz com que muitos analistas financeiros utilizam o fluxo de caixa operacional, como uma medida de desempenho da firma (DECHOW, 1994).

Dechow e Dichev (2002) relatam que o papel dos *accruals* consiste em ajustar o lucro da empresa em determinado período, pois a mensuração do fluxo de caixa da entidade não reconhece o resultado econômico total da transação.

Em função da possibilidade de gerenciar os lucros por meio dos *accruals*, cria-se a necessidade de subdividi-los em discricionários e não discricionários, sendo que estes últimos seriam os exigidos em conformidade com a realidade do negócio, e os primeiros teriam basicamente a intenção de gerenciar os resultados (MARTINEZ, 2008).

Os *accruals* discricionários podem ser positivos ou negativos sendo que os *accruals* positivos, representam que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-lo e os *accruals* negativos, representam um gerenciamento do resultado para piorá-los (MARTINEZ, 2008).

2.2 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

Biddle, Hilary e Verdi (2009) destacam que as empresas investem até que o benefício seja igual ao custo marginal a fim de distribuir o excesso de caixa, ou seja, o excesso do valor presente líquido positivo para os investidores.

Os autores ainda citam que há trabalhos à priori que reconhecem a possibilidade das empresas se afastarem deste nível esperado e investirem acima ou abaixo do previsível. Os referidos autores ainda citam como exemplo, a pesquisa prévia que identifica duas razões, ou seja, o risco moral e a seleção adversa, causados pela assimetria da informação entre gestores e investidores, podendo afetar portanto a eficiência dos investimentos.

Os gestores meramente por interesses, muitas vezes realizam investimentos que não são de interesses dos investidores, ou seja, investem projetos de valor presente líquido negativo. (BERLE ; MEANS, 1932; JEANSEN; MECKLING, 1976).

Jensen (1986) prevê que os gerentes movidos por incentivos particulares e gratificações, tendem a levar suas empresas para além do tamanho ideal. Por outro lado, os investidores reconhecendo este problema, podem restringir o capital, o que pode provocar investimentos abaixo do necessário.

Modelos de seleção adversa sugerem que os executivos têm informações mais privilegiadas que os investidores sobre as perspectivas das empresas. Eles tentarão emitir títulos mais caros e se forem bem sucedidos, poderão investir esses recursos em excesso (BAKER, et al, 2003).

Por outro lado estudos mostram que, quando os gerentes atuam em favor dos acionistas e a empresa precisa levantar recursos para financiar um projeto com valor presente líquido (VPL) positivo, os gestores podem recusar a levantar fundos a um preço com desconto, mesmo que isso implique em não investir em projetos que teria VPL positivo (MYERS ; MAJLUF, 1984).

De acordo com Biddle, Hilary e Verdi (2009), as discussões ora mencionadas, sugerem que a assimetria da informação entre gestores e investidores pode reduzir a eficiência dos investimentos, dando origem a atritos tais como o risco moral e seleção adversa, o que pode levar a sobre ou sub investimento.

Estudos anteriores também relatam que a qualidade dos relatórios financeiros pode melhorar a eficiência dos investimentos, pois a informação financeira é utilizada pelos acionistas para monitorar os gestores, e constituiu também uma importante fonte de informação da empresa para os investidores. (HEALY e

PALEPU, 2001, BUSHMAN e SMITH, 2001; LAMBERT, LEUZ, e VERRECHIA, 2000).

Biddle, Hilary e Verdi (2009) destacam que, se a qualidade dos relatórios financeiros aumentam a capacidade dos acionistas monitorarem as atividades de investimentos dos gestores, isso pode ser associado com uma eficiência do investimento, reduzindo portanto o risco moral.

Biddle, Hilary e Verdi (2009), mencionam que a qualidade da informação contábil reduz os custos de seleção adversa, sendo, portanto associado com a eficiência dos investimentos, através da redução dos custos de financiamentos externos. Destacam ainda a redução da probabilidade de uma empresa obter recursos em excesso por causa de uma fixação errada nos preços.

Portanto, as literaturas acima, sugerem uma relação entre a qualidade da informação contábil e a eficiência dos investimentos. Mas outros mecanismos de controle também podem ser associados à eficiência dos investimentos, conforme demonstrado na seção seguinte.

2.3 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E OS MECANISMOS DE CONTROLE

Uma das formas de captação de recursos das empresas brasileiras é o mercado internacional, através de (*ADR – American Depositary Receipts*). As empresas têm a possibilidade e oportunidade de negociar seus títulos no mercado internacional.

Lanzana (2004) destaca que é exigido um nível maior de informações das empresas brasileiras que emitem títulos de dívidas no mercado norte americano em comparação ao mercado brasileiro.

Leuz e Wysocki (2008) destacam que a legislação sobre mercado mobiliário nos Estados Unidos protege mais os investidores de fora do que os do próprio país. Archambault e Archambault (2003) destacam também que as empresas tendem a ser influenciadas pelas políticas de divulgação do mercado onde os títulos são negociados, em função da sujeição às leis do país e o respectivo *enforcement*.

No Brasil, Murcia e Santos (2009) analisaram os fatores que foram determinantes no nível de divulgação das cem maiores empresas listadas na BM&FBOVESPA em 2007. No trabalho, identificaram uma relação positiva entre o nível de divulgação e a participação da empresa no mercado norte americano.

Ferreira e Matos (2008) demonstram que empresas com maior participação institucional tem despesas de capital mais baixa e avaliações mais altas, sugerindo portanto uma redução de sobre investimento.

No que tange aos serviços de auditoria, DeAngelo (1981) descreve que esses serviços são ferramentas essenciais para monitorar o interesse dos gestores e investidores. Segundo a autora, as demonstrações financeiras seria uma resposta para resolver o conflito de agência.

Segundo Ahmad, Hassan e Mohammad (2003), as maiores empresas de auditorias, denominadas como "*Big Four*" (KPMG, Deloitte ToucheTohmatsu, PricewaterhouseCoopers e Ernest & Young) não se associam a empresas com baixo nível de divulgação.

Dumontier e Raffournier (1998) argumentam também que os auditores dessas empresas têm interesse em que seus clientes utilizem os padrões mais complexos de contabilidade, pois, além de fortalecer sua reputação, possui uma vantagem competitiva maior.

No Brasil, Murcia e Santos (2009) encontraram evidências em seu trabalho sobre determinantes do nível de *disclosure*. O trabalho identificou evidências que, empresas brasileiras auditadas pelas “*Big Four*” demonstraram um nível maior de divulgação das informações contábeis.

Por fim, Chang et al. (2009), demonstram que a maior cobertura de auditores melhora a flexibilidade na política financeira da empresa, o que pode provocar uma redução de investimento abaixo do previsível.

Analisando os controles institucionais, Jensen (1986) define que o controle corporativo pode servir de mecanismo de acompanhamento mais rígido e rigoroso, reduzindo, portanto investimentos acima do previsível. Cohen *et al.*(2004) definem que uma das funções primordiais da governança corporativa é garantir a qualidade na elaboração das demonstrações financeiras, através de interação entre os agentes internos e externos à firma.

Corroborando com esta ideia, Gompers *et al.*(2003) demonstram que empresas que possuem acionistas com direito mais forte de votos, tem maior valor da empresa, menor despesas de capital e fazem menos aquisições corporativas.

Martinez (2001) destaca que os níveis de governança corporativa são ferramentas alternativas que minimizam a prática de gerenciamento de resultados. O autor ainda destaca que a governança corporativa é um conjunto de

procedimentos em que, os investidores minimizam os custos de agencia através da nomeação de conselhos, e estes monitoram os gestores.

Pode-se dizer também que tamanho da empresa tem relação com o nível de informação. Ahmed e Curtis (1999) destacam a relação positiva entre o nível de *disclosure* e o tamanho da firma. Corroborando com a ideia, diversos trabalhos identificaram relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de *disclosure*. Os resultados identificaram que as maiores companhias apresentaram um maior nível de divulgação (SINGHVI, DESAI, 1971; COOKE, 1989)

Segundo Singhvi e Desai (1971), quanto maior o porte da companhia, medido através do total de seus ativos, maior o nível de divulgação, devido o fato de que o custo para gerar essa informação é relativamente pequeno para grandes empresas.

Wallace e Naser (1995) também identificaram relação positiva entre o tamanho da firma e o nível de divulgação pois empresas maiores geralmente atraem mais investidores, clientes, fornecedores e analistas, demandando portanto de mais informações à estes usuários.

3. METODOLOGIA

Para avaliar o nível de gerenciamento de resultados, foi utilizado o modelo de Jones-Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Na seção 3.3 foi demonstrada a metodologia utilizada para classificação de sub ou sobre investimento. Após essa classificação foi realizado o teste para avaliar se gerenciamento de resultado está diretamente associado à (maior\menor) probabilidade de uma empresa investir abaixo ou acima da normalidade do mercado (*benchmarking*).

3.1 DESENVOLVIMENTO DA QUESTÃO DE PESQUISA

O desenvolvimento da questão de pesquisa surgiu originalmente do trabalho do Biddle, Hilary e Verdi(2009). No referido trabalho, foi estimado um modelo de regressão que avaliou a relação entre investimento e qualidade da informação, avaliado através da qualidade dos accruals, derivado do trabalho de Dechow e Dichev (2002) e McNichols (2002). Os autores ainda avaliaram a qualidade da informação através do modelo proposto por Wysochi (2008).

No referido trabalho, os autores destacaram que, maior qualidade de informação contábil pode melhorar a eficiência do investimento por reduzir a assimetria informacional em dois aspectos:

I) A redução da assimetria da informação entre empresa e mercado reduz o custo de captação de recursos;

II)A redução da assimetria de informação entre investidores e gestores, reduzem os custos de monitoramento desses gestores.

Diante dos estudos apresentados por Biddle, Hilary e Verdi(2009) e com literaturas internacionais que destacam que há relação entre a qualidade da informação contábil e eficiência dos investimentos, definiu-se a seguinte questão de pesquisa:

Empresas que gerenciam seus resultados tendem a desviar-se do grau ideal de investimento?

A questão também é baseada em estudos de Martinez (2001) em que o autor argumenta que o gerenciamento de resultado pode proporcionar sérias ineficiências alocativas entre empresas.

Para responder a questão de pesquisa, o trabalho seguiu as seguintes etapas: primeiramente estabeleceu-se o nível padrão (*benchmark*) da eficiência dos investimentos, analisando o nível de investimento e o crescimento nas vendas conforme demonstrado na equação (1). Após essa classificação, os resultados dos quartis extremos que foram classificados como sobre/sub investimento, foram utilizados como variáveis dependentes para análise da relação entre gerenciamento de resultado e investimento abaixo ou acima do previsível. Por fim, e para testar essa relação, utilizou-se uma regressão logística multinomial para avaliar a probabilidade de sobre e sub investimento em empresas que praticam gerenciamento de resultados comparadas ao (*benchmark*).

A amostra que serviu de base para o presente estudo é composta de todas as companhias abertas que possuíram ou ainda possuem ações listadas na BM&FBOVESPA compreendendo o período de 1996 a 2012, conforme demonstrado na tabela 1:

Tabela 1: Número de empresas por setor

Setor	Quantidade	%	Setor	Quantidade	%
Agro e Pesca	7	0,95%	Outros	144	19,65%
Alimentos e Bebidas	51	6,96%	Papel e Celulose	10	1,36%
Comércio	33	4,50%	Petróleo e Gás	12	1,64%
Construção	37	5,05%	Química	43	5,87%
Eletroeletrônicos	20	2,73%	Siderúrgica & Metalurgia	52	7,09%
Energia Elétrica	66	9,00%	Software e dados	8	1,09%
Finanças e Seguros	69	9,41%	Telecomunicações	47	6,41%
Fundos	3	0,41%	Têxtil	40	5,46%
Máquinas Industriais	11	1,50%	Transportes e Serviços	30	4,09%
Mineração	13	1,77%	Veículos e Peças	28	3,82%
Minerais não Metalúrgicos	9	1,23%	Total	733	100,00 %

Fonte: BM&FBOVESPA

Os dados dos períodos de 2008 e de 2009 foram excluídos da análise uma vez que referem-se ao período em que o modelo contábil brasileiro estava em transição para o internacional. Todas as variáveis foram coletadas no sistema Economatica.

3.2 DESENVOLVIMENTO DA MÉTRICA DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

O modelo original proposto por Biddle, Hilary e Verdi (2009) baseia-se na proposta de Dechow e Dichev (2002), em que o nível de qualidade é medido por meio do desvio padrão dos anos t_{-5} para t_{-1} . Esta abordagem não é viável para a pesquisa no Brasil, pois as empresas aderiram às IFRS a partir do ano de 2010 e o último exercício analisado nesta pesquisa foi 2012. Como há uma variável no modelo para avaliar possíveis alterações a partir da adoção às IFRS, foi utilizada a estimativa do nível de gerenciamento de resultados como Proxy de qualidade em função do período reduzido de tempo após 2010.

Para avaliar se existe ou não gerenciamento de resultados, tipicamente existe o desafio de se escolher alternativa mais adequada para estimar o valor dos *accruals* discricionário (AD).

Healy (1985) foi pioneiro em desenvolver um modelo capaz de estimar os *accruals* discricionários, sendo que neste modelo foram usados os valores das acumulações totais como proxies. Já no modelo de Jones (1991), foi usada a abordagem de regressões para calcular os *accruals* não discricionários e a partir daí encontrar os *accruals* discricionários. O modelo de Jones parte do pressuposto que os *accruals* não discricionários (NAD) dependem das oscilações de receitas e imobilizado.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) realizaram uma comparação nos modelos que utilizam estimação dos *accruals* discricionários (AD) e concluíram que o modelo proposto por Jones com as alterações de inclusão da variação das contas a receber deduzindo das variações de receitas, oferece o melhor resultado (Martinez, 2008).

Na literatura internacional o modelo de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995) tem uma maior frequência nos trabalhos empíricos sobre gerenciamento de resultados para estimativa dos *accruals* discricionários (DECHOW et al, 1995; BURGSTHALER; DICHEV, 1997; TEOH et al, 1998; HEALY; WAHLEN, 1999; BARTOV et AL, 2002; ROOSENBOOM et al 2003; BARTOV; MOHANRAM, 2004).

Diante disso, a medida de gerenciamento de resultados utilizada na pesquisa consiste na estimativa dos *accruals* discricionários, conforme modelo de Jones-Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), e usado na literatura brasileira por vários pesquisadores. A equação nº 1 detalha a formação dos *accruals* totais:

$$AT_{it} = \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C. Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}} + \varepsilon_{it}$$

Equação (1)

Em que:

AT_{it}: são os *accruals* totais da empresa i no período t; Para cálculo dos *accruals*, dos anos anteriores à 2007, utilizou-se os dados extraídos do Balanço Patrimonial. Para esse cálculo, foi utilizada as seguintes variáveis do sistema econômica: (AC; disponível; PC; fincp; debcp). Já para o cálculo a partir de 2010, utilizou-se a diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional a qual utilizou-se as seguintes variáveis: lucro e fcxoper

ΔRec_{it}: é a variação da receita líquida na empresa i entre os períodos t - 1 e t

ΔC. Receb_{it}: é a variação do contas a receber da empresa i entre os períodos t-1 e t

Imob_{it}:Corresponde ao imobilizado da empresa i no período t

Ativo_{t-1}: Corresponde ao ativo total da empresa no período t-1

ε_{it} : é o termo de erro da empresa i no período t

O ponto inicial para a mensuração dos *accruals* discricionários é a mensuração dos *accruals* totais, conforme demonstrado na equação 1. Após esta etapa, os *accruals* não discricionários são estimados. De acordo com Dechow, Sloan e Sweeney (1995) o modelo modificado de Jones, é formulado a fim de eliminar tendências previstas do modelo de Jones para mensurar os *accruals* discricionários com erro, quando a discricionariedade sobre as receitas é exercida. De acordo com o modelo modificado, os *accruals* não discricionários são estimados como:

$$AND_{it} = \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C. Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}}$$

Equação (2)

Em que:

AND_t: são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t;

ΔRec_{it}: é a variação da receita líquida na empresa i entre os períodos t - 1 e t

ΔC. Receb_{it}: é a variação do contas a receber da empresa i entre os períodos t-1 e t

Imob_{it}:Corresponde ao imobilizado da empresa i no período t

Ativo_{t-1}: Corresponde ao ativo total da empresa no período t-1

Deve-se destacar que algumas adaptações em função de peculiaridades da contabilidade brasileira foram realizadas. A variável receita representa a receita líquida operacional, e a variável Imob, consiste no valor contábil do ativo imobilizado (LOPES, TUKAMOTO, 2007). A última etapa consiste em calcular os

accruals discricionários, que parte do raciocínio de que estes são os resultados da diferença entre os *accruals* totais e *accruals* não discricionários, conforme demonstrado na equação 3.

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it}$$

Equação (3)

Em que:

AD_{it} = : são os *accruals* discricionários da empresa i no período t

AT_{it} : são os *accruals* totais da empresa i no período t ;

AND_{it} : são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

3.3- GERENCIAMENTO DE RESULTADO E EXPECTATIVA DO NÍVEL DE INVESTIMENTO

Pode-se dizer que eficiência de investimento é a capacidade da empresa realizar projetos com valor presente líquido (VPL) positivo num cenário de conflito de interesses no mercado, tais como seleção adversa e custos de agência. Portanto, sub-investimento (*underinvest*) é perder oportunidade de investimento que teria valor presente líquido (VPL) positivo, neste cenário do mercado. Da mesma forma, sobre investimento (*overinvest*) é definido como investir em projetos com valor presente líquido (VPL) negativo (BIDDLE, HILARY e VERDI, 2009).

Nesta seção são descritas as etapas para a identificação entre a probabilidade de sub ou sobre investimento e gerenciamento de resultados.

Para tanto, os resíduos da regressão abaixo (Equação 4) foram utilizados como *Proxy* para os desvios do nível de investimento previsto (BIDDLE, HILARY e VERDI, 2009):

$$Investimento_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * Crescimento\ nas\ Vendas_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Equação (4)

A variável “Investimento” corresponde ao *capex*, extraído da base econômica, dividido pelo ativo total da empresa do período seguinte e crescimento nas vendas é a variação percentual nas receitas líquidas operacionais entre os anos t-1 para t.

Biddle, Hilary e Verdi (2009) ainda destacam que as empresas deverão ser classificadas com base na magnitude dos resíduos gerados pela equação, ou seja, desvios das previsões dos investimentos, e estes foram utilizados como variável dependente para análise da relação entre *under/overinvest* e gerenciamento de resultados.

Para cada ano as empresas foram classificadas em quartis, com base nos resíduos da equação 4. Companhias classificadas no quartil inferior foram identificadas como as empresas que investiram abaixo do nível esperado (sub-investimento, ou *underinvest*). Já as companhias do topo do quartil foram classificadas como as empresas que realizaram sobre investimento (*overinvest*).

Após a classificação em quartis e definição como sub ou sobre investimento, foi criada uma variável binária *dummy* que recebeu 1 para as empresas classificadas tanto quanto *underinvest* quanto *overinvest* e 0 para empresas que foram classificadas no meio dos quartis, e definido por Biddle, Hilary e Verdi (2009) como referências (*benchmarking*).

Dado que as variáveis dependentes são binárias, foram realizadas regressões logísticas para avaliar a probabilidade da empresa se pertencer ao grupo de sub ou sobre investimento. O grupo de comparação é composto das empresas que foram classificadas nos quartis intermediários. Para análise do comportamento de todo o grupo, foi realizada regressão logística multinomial, a fim de comparar a relação

entre a probabilidade de sobre ou sub investimento com o grupo referência no mesmo ambiente.

Para fins de adequação e uma melhor análise do modelo, foi inserido algumas variáveis de controle. Primeiramente foi incluída uma variável *dummy*, que assumiu o valor um para os períodos pós-IFRS no Brasil a fim de identificar se houve alguma alteração no resultado em função da adoção de novas métricas contábeis proposta pelas normas internacionais de contabilidade.

3.3.1 Detalhamentos das Variáveis de controles utilizadas na análise da probabilidade de *over/under investment*

- Auditoria

Conforme já demonstrado em trabalhos anteriores que o nível de auditoria afeta o nível de qualidade da informação foi criada uma variável *dummy* que assumiu o valor um para as empresas que foram auditadas pelas atuais *Big Four*. (nomenclatura utilizada para as grandes firmas de auditoria: Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers) e zero para empresas que foram auditadas por outras empresas de auditoria.

Outros trabalhos no Brasil utilizaram a relação entre empresas auditadas pelas *big four* e o nível de gerenciamento de resultados, dentre as quais destacamos (ALMEIDA e ALMEIDA, 2008).

- Governança Corporativa

Conforme descrito no capítulo 2, estudos anteriores (por exemplo CHIANG e CHIA, 2005), demonstram que maior transparência corporativa, conduz a previsões

mais acuradas. Além disso, a participação de investidores institucionais também reduzem a probabilidade da companhia realizar investimentos “em excesso” (FERREIRA e MATOS, 2008).

De acordo com Byard, Li e Weintrop (2006) a qualidade da governança corporativa está relacionada com um acréscimo na qualidade da informação.

A variável Governança Corporativa é uma variável binária *dummy* que representa os três níveis de práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA e assume valor igual a um quando a companhia participa de algum dos três níveis diferenciados da BM&FBovespa (nível 1, nível 2 e novo mercado) e valor igual a zero quando não participa de nenhum nível.

A listagem por segmentação especial dos níveis diferenciados de governança corporativa é pública e acessível a qualquer usuário. Esses níveis diferenciados já foram utilizados como *Proxy* para práticas diferenciadas de governança corporativa em outras literaturas brasileiras (ALENCAR, 2005; TERRA; LIMA, 2006; ANTUNES; MENDONÇA, 2008; SARLO NETO, 2009; DALMÁCIO et al, 2013).

- Emissão de ADR (*American Depositary Receipts*)

Conforme destacado por Ferreira e Matos (2008), empresas com maior participação institucional tendem a ter despesas de capital mais baixa e são mais valorizadas, o que poderá relacionar-se com uma possível redução da probabilidade de sub ou sobre investimento.

As ADRs (*American Depositary Receipts*) são certificados de ações ou outros títulos que representam direitos, emitidos no exterior. Portanto de acordo com a literatura, à medida que empresas listam ações no exterior, tendem a ter maior

participação institucional, o que poderá provocar uma possível redução do desvio do nível previsível de investimento. Portanto, foi criada uma variável *dummy* que assumiu o valor um para as empresas que emitiram ADRs no período e zero para empresas que não emitiram.

- Outras Variáveis

Além das variáveis identificadas acima, utilizou-se a variável prejuízo sendo que foi atribuído uma variável *dummy* que assumiu o valor um para as empresas que registraram prejuízo no período e zero para empresas que tiveram resultados positivos. Outra variável de controle utilizada no modelo, foi a variável Log do Ativo, identificando o tamanho dos ativos das empresas listadas neste período.

Há diversos trabalhos na literatura internacional que avaliaram o tamanho do ativo com o nível de *disclosure* (AHMED e COURTIS, 1999; SINGHVI, DESAI, 1971; COOKE, 1989; WALLACE e NASER, 1995).

Depois de demonstrado os processos metodológicos utilizados no trabalho para responder a questão de pesquisa, o capítulo seguinte demonstra os resultados encontrados.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL MEDIDA PELO GERENCIAMENTO DE RESULTADO.

O primeiro passo do trabalho é analisar os resultados da regressão da qualidade da informação contábil medida por meio de gerenciamento de resultado, conforme modelo de Jones Modificado, (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

Tabela 2: Accruals Totais

Resultado da Regressão estimada pelo modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)	
$AT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C. Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}} + \varepsilon_{it}$	
Variável Dependente: Accruals totais	
Variáveis	Resultado
β_1	-2934.142*** (-8.34)
β_2	0.0311 (1.09)
β_3	-0.1996*** (-7.13)
_cons	0.523
Observações	3.469
Prob>F	0.0000
R^2	0.0312

Fonte: Dados do autor

A tabela acima apresenta a regressão do modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), sendo que os resíduos foram considerados como os *accruals* discricionários e foi utilizado como métrica de gerenciamento de resultado. Essa variável foi utilizada na regressão de logística de relação probabilística entre under/overinvest e padrões de gerenciamento de resultado: AT_{it} : são *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; ΔRec_{it} : é a variação da receita líquida na empresa *i* entre os anos *t - 1* e *t*; $\Delta C. Receb_{it}$: é a variação do constas a receber da empresa *i* entre os anos *t-1* e *t*; $Imob_{it}$ Corresponde ao imobilizado da empresa *i* no ano *t*; $Ativo_{t-1}$: Corresponde ao ativo total da empresa no período *t-1*; ε_{it} : é o termo de erro da empresa *i* no período *t* equivalente aos *accruals* discricionários. Estatística *t* são apresentados entre parênteses abaixo dos coeficientes e os níveis de significância à 1%;5% e 10% são representados por ***,**,* respectivamente.

Por meio da análise dos resultados da tabela 2, é possível identificar que a variável $Imob_{it}$ apresentou coeficiente negativo, corroborando com Paulo(2007), pois segundo o autor, o nível do imobilizado está relacionado ao decréscimo dos resultados em função da apropriação as despesas de depreciação. O coeficiente apresentado, também corrobora com os resultados de Rey (2011) e Zang (2012).

Uma vez estimados os *accruals* discricionários, o próximo passo consiste na classificação da expectativa do nível de investimento.

.4.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADO E EXPECTATIVA DO NÍVEL DE INVESTIMENTO

Após a verificação da qualidade da informação contábil, a próxima etapa do trabalho constituiu em avaliar a eficiência dos investimentos e sua relação com o gerenciamento de resultados.

Para desenvolvimento desta análise, inicialmente utilizou-se os resultados da equação (4), uma vez que as empresas foram classificadas com base na magnitude dos resíduos gerados. Esses resíduos foram utilizados como variável dependente para identificar a probabilidade da empresa se enquadrar como sobre ou sub investimento, conforme proposto por Biddle, Hilary e Verdi (2009) e demonstrado na tabela 3

Tabela 3: Regressão entre investimento e variação da receita de vendas
Resultado da Regressão estimada pelo modelo Biddle, Hilary e Verdi(2009) para
classificação dos resíduos

$$Investimento_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * Crescimento\ nas\ Vendas_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Variável Dependente: Investimentos	
Variáveis	Coefficientes
Crescimento nas Vendas	0.029***

	(8.25)
_cons	0.073*** (39.41)
Observações: 4498	
Prob>F: 0,0000	
R ² : 0,0147	

Fonte: Dados do autor

Esta tabela apresenta o resultado da regressão entre investimentos e crescimento nas vendas, onde *Investimento_{i,t+1}* é a soma dos gastos de capital, aquisição menos vendas de ativos fixos dividido pelo ativo total da empresa *i* no período *t + 1*. (Richardson 2006). Foi utilizado o capex do econômica como base para cálculo; *Crescimento nas Vendas_{i,t}* é a variação percentual nas vendas da empresa *i* nos períodos *t-1* para *t* e os $\varepsilon_{i,t+1}$ é o termo de erro da empresa *i* no período *t + 1* que será utilizada como variável dependente nas regressões logística de probabilidade. Estatística *t* são apresentados entre parênteses abaixo dos coeficientes e os níveis de significância à 1%;5% e 10% são representados por ***,**,* respectivamente.

A partir do resultado da regressão acima, as empresas foram classificadas de acordo com as magnitudes dos resíduos. Os resultados dos resíduos foram classificados em quartis, sendo que as empresas que se situaram no último quartil foram classificadas como *overinvest* e as empresas que situaram-se no primeiro quartil foram classificadas como *underinvest*.

A partir dos resíduos acima, foram realizadas regressões multinominais para avaliar a relação entre gerenciamento de resultados, níveis de controle e a probabilidade de empresas pertencerem ao grupo de sobre investimento ou sub-investimento, quando comparadas com as companhias classificadas no grupo referencia, ou seja, *benchmark*.

Após a identificação das variáveis *overinvest* e *underinvest* foram realizadas as regressões logísticas para avaliar a qualidade da informação e o desvio do nível de investimento. É descrito na tabela 4, a estatística descritiva do trabalho, demonstrando as principais variáveis deste estudo.

Tabela 4: Estatística descritiva das principais variáveis do trabalho

		Estatística Descritiva das principais variáveis do trabalho				
		Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo
Grupo 1 - Underinvest	Gerenciamento de Resultado	701	.2421	.0000685	3.9903	
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	701	.0304	0	3.9094	
	DIFRS	991	.2219	0	1	
	Auditoria	920	.5293	0	1	
	ADRs	984	.2032	0	1	
	Níveis de Governança Corporativa	700	.2971	0	1	
	Log do Ativo	991	12.9639	7.5989	19.7127	
	Prejuízo	991	.4661	0	1	
	Crescimento das Vendas	991	.4771	-.9773	50.029	
	Accruals	987	-.1184	-42.71	9.6687	
	Capex	987	.04915	-.7326	13.1009	
	Grupo 2 - Benchmark	Gerenciamento de Resultado	1408	.1818	.0001861	4.0373
DIFRS e Gerenciamento de Resultado		1408	.0173	0	1.01217	
DIFRS		1981	.2195	0	1	
Auditoria		1781	.7097	0	1	
ADRs		1967	.0889	0	1	
Níveis de Governança Corporativa		1344	.4315	0	1	
Log do Ativo		1981	13.8315	7.6685	18.9641	
Prejuízo		1981	.2948	0	1	
Crescimento das Vendas		1981	5.0670	-.9998	9736.656	
Accruals		1981	.4423	-23.917	1019.37	
Capex		1917	.0748	-.7706	3.2969	
Grupo 3 Overinvest		Gerenciamento de Resultado	686	.1956	.0000325	3.9241
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	686	.0191	0	2.2519	
	DIFRS	975	.2184	0	1	
	Auditoria	871	.7990	0	1	
	ADRs	958	.1450	0	1	
	Níveis de Governança Corporativa	690	.5217	0	1	
	Log do Ativo	975	14.0950	7.4960	20.3342	
	Prejuízo	975	.1887	0	1	
	Crescimento das Vendas	975	.2959	-.9857	22.1515	
	Accruals	975	-.0631	-5.9214	3.5792	
	Capex	947	.1682	-.4423	4.6454	
	Todos os Grupos	Gerenciamento de Resultado	2795	.2003	.0000325	4.0373
DIFRS e Gerenciamento de Resultado		2795	.0210	0	3.9094	
DIFRS		3947	.2199	0	1	
Auditoria		3824	.6833	0	1	
ADRs		4185	.0867	0	1	
Níveis de Governança Corporativa		2976	.4331	0	1	
Log do Ativo		4229	13.7202	7.4960	20.3342	
Prejuízo		4229	.3064	0	1	
Crescimento das Vendas		4229	2.5896	-.9998	9736.656	
Accruals		4223	.1587	-42.7170	1019.37	
Capex		4067	.0939	-.7706	13.1009	

Fonte: Dados do autor

Em que: **Grupo 1**, apresenta os dados estatísticos do grupo classificado como *underinvest* ou seja, investimento abaixo do nível padrão; **Grupo 2**: é o grupo referência, definido como *benchmark*; **Grupo 3**, apresenta os dados estatísticos do grupo classificado como *overinvest*, ou seja, investimento acima do padrão; **Gerenciamento de Resultado** são os *accruals* discricionários segundo o modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) resultante da equação nº 3; **DIFRS e Gerenciamento de Resultado**: É a interação entre gerenciamento de resultado resultante dos resíduos da regressão do modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) com a variável *dummy* IFRS; **IFRS** é uma variável *dummy* que recebe 1 para o ano superior ou igual a 2010 e 0 para o ano inferior ou igual a 2007. **Auditoria** é uma variável *dummy* que recebe 1 para àquelas empresas que são auditadas pelas big four e 0 para àquelas que não são auditadas pelas big four. **ADR**, é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que emitem ADRs no exterior e 0 para empresas que não emitem ADRs no exterior. **Governança Corporativa** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que estão nos níveis 1, 2 e novo mercado da BOVESPA, e 0 para àquelas que não estão classificadas nestes seguimentos. **Log do Ativo**, é o logaritmo do total dos Ativos de todas as empresas da amostra; **Prejuízo** é uma variável *dummy* que recebe 1 para àquelas empresas que possuem resultado negativo e 0 para àquelas que possuem resultado positivo; **Crescimento das Vendas** é a variação percentual nas vendas da empresa *i* nos períodos t-1 para t; **Accruals**: São os resíduos da regressão do modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)

Por meio dos dados demonstrados na tabela 4, nota-se que a média de gerenciamento de resultado do grupo 2, é menor que a média dos grupos 1 e 3. Isso demonstra e corrobora com os resultados da relação entre gerenciamento de resultado e nível de investimento na tabela 5.

Comparando os resultados de ambas da referida tabela, nota-se que o grupo 1, classificado como *underinvest*, apresenta uma média superior aos demais. Esse dado confirma o resultado da regressão logística apresentada na tabela 5, demonstrando que a probabilidade da empresa que pratica gerenciamento de resultado investir abaixo do nível padrão é bem superior àquelas empresas que investem acima do nível previsível de investimento.

A tabela 5 demonstra o resultado da regressão logística multinomial entre a qualidade da informação contábil e o desvio das expectativas de investimento.

Tabela 5: Qualidade da informação contábil e desvio da expectativa de investimento

	Grupo 1: Underinvest versus Investimento Normal	Grupo 3: Overinvest versus Investimento Normal
Variável Dependente	Underinvest	Overinvest

Gerenciamento de Resultado	1.5710*** (4.21) [4.81]	0.9974** (2.34) [2.71]
DIFRS e Gerenciamento de Resultado	-0.1281 -0.13 [1.13]	0.9235 (0.91) [2.51]
DIFRS	0.2770* (1.70) [1.31]	-0.3257** (-2.02) [1.38]
Auditoria	-0.2073 (-1.47) [1.23]	0.4445*** (2.75) [1.55]
ADRs	-1.0519*** (-2.81) [2.86]	0.3632* (1.76) [1.43]
Níveis de Governança Corporativa	-0.1915 (-1.32) [1.21]	0.2651* (1.95) [1.30]
Log do Ativo	-0.0958** (-2.34) [1.10]	-0.0182 (-0.44) [1.01]
Prejuízo	0.4002*** (3.21) [1.49]	-0.6115*** (-4.08) [1.84]
_Cons	0.4399 (0.85)	-0.8312 (-1.55)
Número de Observações	1855	1855
LR Chi2	215.42	215.42
Prob>chi2	0.000	0.0000
Pseudo R2	0.0556	0.0556

Fonte: Dados do autor .

A tabela 5 apresenta os resultados da distribuição logística multinomial das variáveis *underinvest* e *overinvest*. A variável dependente é baseada no nível de investimento da empresa ano, ou seja, empresas classificadas como *overinvest* ou *underinvest* através da classificação dos resíduos resultantes da equação (4). Classificações no quartil inferior de investimento foram classificadas como baixo investimento e no quartil superior, foram classificadas como excesso de investimento

comparado com as observações que foram classificadas no meio dos quartis. O grupo 1, apresenta os resultados do modelo para a previsão da probabilidade de uma empresa estar no baixo investimento, ou seja *underinvest* e o grupo 3, apresenta os resultados do modelo para a previsão da probabilidade de uma empresa estar acima do investimento normal, ou seja, *overinvest*. O grupo 2 é o grupo referência que será o *benchmark*. **Underinvest** é a variável dependente resultante da equação nº 4 onde empresas classificadas no extremo inferior receberam a denominação de **underinvest**, ou seja, tiveram um sub investimento em relação aos normais de acordo com modelo proposto por Biddle, Hilary e Verdi(2009); **Overinvest** é a variável dependente resultante da equação nº 4 onde empresas classificadas no extremo superior receberam a denominação de *overinvest*, ou seja, tiveram um sobre investimento em relação aos normais de acordo com modelo proposto por Biddle, Hilary e Verdi(2009); **Gerenciamento de Resultado** são os *accruals* discricionários segundo o modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) resultante da equação nº 3; **IFRS** é uma variável *dummy* que recebe 1 para o ano superior ou igual a 2010 e 0 para o ano inferior ou igual a 2007.

Auditoria é uma variável *dummy* que recebe 1 para aquelas empresas que são auditadas pelas big four e 0 para aquelas que não são auditadas pelas big four. **ADR**, é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que emitem ADRs no exterior e 0 para empresas que não emitem ADRs no exterior. **Governança Corporativa** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que estão nos níveis 1, 2 e novo mercado da BOVESPA, e 0 para aquelas que não estão classificadas nestes seguimentos. **Log Ativo**, é o logaritmo do total dos Ativos de todas as empresas da amostra e **Prejuízo** é uma variável *dummy* que recebe 1 para aquelas empresas que possuem resultado negativo e 0 para aquelas que possuem resultado positivo. Estatística Z são apresentados entre parênteses abaixo dos coeficientes, o odds ratio (antilogaritmo), é apresentado entre [] e os níveis de significância à 1%;5% e 10% são representados por ***,**,* respectivamente.

Pode-se observar nos resultados apresentados na tabela 5, que há uma relação positiva entre gerenciamento de resultado e sub/sobre investimento. Os resultados corroboram com os resultados apresentados por Biddle, Hilary e Verdi (2009) em que, empresas com maiores qualidades nas informações contábeis, são menos susceptíveis a desviar-se do grau previsível de investimento.

Nota-se que a probabilidade da empresa que gerencia seus resultados é maior para sub investimento do que para sobre investimento. Pelos resultados apresentados, a chance de uma empresa que gerencia seus resultados desviar-se do nível padrão de investimento e sub investir é quase cinco vezes maiores que a empresa que não gerencia seus resultados. Esses resultados são expressivos à um nível de significância de 1%. Já as chances da empresa que pratica gerenciamento de resultado desviar-se do nível previsível de investimento e investir em excesso é quase três vezes maiores que empresas que não pratica gerenciamento de resultados.

Outro fator que merece destaque é a significância entre a variável DIFRS e nível de investimento. As evidências indicam que o resultado foi significativo em função de alteração nas métricas contábeis utilizadas a partir de 2010, devido à adoção aos novos padrões de contabilidade. Por outro lado, analisando a interação dessa variável com o gerenciamento de resultado, podemos notar que não foi estatisticamente significativa, demonstrando portanto que não houve alterações relevantes na análise do gerenciamento de resultado e nível de investimento após adoção às IFRS.

Destaca-se também a diferença encontrada na análise da variável auditoria. Nota-se através dos resultados apresentados na tabela 5 que a relação para *underinvest* é diferente quando analisado para *overinvest*. A relação não é estatisticamente relevante para *underinvest*, mas para *overinvest* é estatisticamente relevante à um nível de 1% apresentando também uma relação positiva. Esses resultados corroboram também com os apresentados por Biddle, Hilary e Verdi (2009) apresentando as mesmas características.

Os resultados demonstram que a relação entre a variável auditoria com *overinvest*, é positiva, ou seja, caso a empresa seja auditada pelas “*Big Four*”, elas têm uma probabilidade maior de desviar-se do nível previsível de investimento e investir em excesso, em relação às empresas que não são auditadas pelas maiores empresas de auditoria. Isso poderia ser explicado talvez pela função de confiabilidade, ou até mesmo pelo problema de agência, e os gestores investem acima da necessidade atual.

Para as empresas que emitem ações no mercado norte americano, podemos verificar que o resultado foi estatisticamente significativo com o nível de investimento.

Observa-se que, tanto para *underinvest* quanto para *overinvest*, o resultado foi significativo, mas com relações inversas. Empresas que emitem ADRs têm uma probabilidade menor de se desviar do nível previsível de investimento e investir abaixo do esperado daquelas empresas que não emitem ADRs. Essa relação já é diferente para *overinvest*. Nota-se uma relação positiva com *overinvest*, ou seja, a probabilidade da empresa que emite ADRs investir em excesso é quase duas vezes maior que empresas que não emitem ADRs. Essa diferença também pode ser explicada pelos objetivos individuais dessas empresas, ou seja, decisões de investimento acima da normalidade, em função da captação de recursos. Esses resultados também corroboram com os resultados apresentados Biddle, Hilary e Verdi (2009).

Os resultados também demonstraram que a relação entre os níveis de governança corporativa e *overinvest* é estatisticamente significativa, possuindo uma relação positiva. Isso demonstra também que, empresas classificadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado, tem uma probabilidade maior de investir em excesso do que às empresas que não pertencem à esses níveis diferenciados da BM&FBOVESPA. Assim como as demais variáveis já mencionadas, a relação é positiva, levando a concluir que as empresas com maiores práticas de controle, tendem a investir “em excesso”.

A relação entre o tamanho da empresa e nível de investimento é estatisticamente relevante para *underinvest*. O resultado demonstra uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o nível de investimento. Pode-se concluir que, quanto maior a empresa, menor a probabilidade dela se desviar do nível de investimento e investir abaixo do nível esperado.

Observa-se também nos resultados apresentados, que a variável prejuízo é estatisticamente significativa com o nível de investimento, porém com relações inversas. Quando analisado com *underinvest*, o prejuízo tem uma relação positiva, ou seja, empresas que apresentam prejuízo, tem uma probabilidade de investir abaixo do nível considerado ótimo.

Os resultados também demonstram que a relação entre *overinvest*, e prejuízo é negativa, ou seja, não há probabilidade de empresas que apresentam prejuízo, investirem acima do nível considerado ótimo.

Por fim, os resultados apresentados corroboram com Biddle, Hilary e Verdi (2009) onde o autor cita que, uma maior qualidade nos relatórios financeiros melhora a eficiência dos investimentos. Isso pode ser observado pelos resultados apresentados, pois se observa que uma prática de gerenciamento de resultado, aumenta a probabilidade de a empresa ser classificada como *underinvest* ou *overinvest*.

Os resultados também corroboram com os trabalhos anteriores(HEALY e PALEPU, 2001, BUSHMAN e SMITH, 2001;LAMBERT, LEUZ, e VERRECHIA, 2000)que relatam que o aumento de qualidade nos relatórios financeiros levam à implicações econômicas relevantes nas empresas, tal como a eficiência nos investimentos.

5. CONCLUSÃO

Trabalhos anteriores relatam que o aumento na eficiência dos investimentos pode ser influenciado por uma maior qualidade na informação contábil. A fim de estender esta pesquisa, e verificar a relação entre o nível de investimento e gerenciamento de resultado no mercado brasileiro, verificou-se a probabilidade de empresas que praticam gerenciamento de resultado, desviar-se do nível previsível de investimento, classificado como *benchmark*.

A análise dos dados demonstrou evidências empíricas que, gerenciamento de resultado está relacionado positivamente com nível de investimento e este pode interferir na probabilidade da empresa se enquadrar como sub ou sobre investimento.

Portanto, com base nos resultados encontrados, confirma-se que, **“quanto maior o nível de gerenciamento de resultados maior é a probabilidade da companhia em desviar-se do nível ideal de investimento”**.

De maneira geral, as evidências indicam que a qualidade da informação contábil, medida por meio do nível de gerenciamento de resultados, está relacionada ao nível de eficiência de investimentos realizados por companhias abertas brasileiras.

Os resultados demonstram que as empresas que praticam gerenciamento de resultado, poderão ter implicações econômicas relevantes, uma vez que, o gerenciamento de resultado afeta o nível de investimento das empresas e elas tendem a investir fora do padrão que seria o nível ideal de investimento.

As implicações econômicas poderiam ser tanto um investimento acima do que seria ideal, ou seja, empresas investem capital em excesso e não há crescimento

nas vendas, ou um investimento abaixo do que seria ideal, neste caso, as empresas perdem oportunidade de retorno em projetos que teriam valor presente líquido (VPL) positivo.

Assim, os resultados foram consistentes com a ideia de que qualidade da informação contábil tem um papel relevante para os gestores a fim de analisar a eficiência dos investimentos.

Os resultados também corroboram com diversos trabalhos na literatura internacional, no que se refere à qualidade da informação contábil e eficiência dos investimentos (BIDDLE, HILARY e VERDI, 2009; HEALY e PALEPU, 2001, BUSHMAN e SMITH, 2001; LAMBERT, LEUZ, e VERRECHIA, 2000)

Os achados deste trabalho podem servir para subsidiar pesquisas futuras em relação ao tema. Pode-se tentar buscar as causas e efeitos da alteração na relação probabilística entre nível de investimento e variáveis de controle. Além disso, outras dimensões da qualidade da informação contábil também poderiam ser contempladas.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHARONY, J.; LIN, C. J.; LOEB, M. P. **Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management**. Contemporary Accounting Research n.10.v.1 p. 61-81. 1993.

AHMAD, Z. HASSAN, S. MOHAMMAD, J. **Determinants of environmental reporting in Malaysia**. International Journal of Business Studies, V. 11. P. 69-90. 2003

AHMED, K; COURTIS, J.K. **Associations between corporate characteristics and disclosure levels in anual reports: a meta-analysis**. British Accounting Review, V. 31. P. 35-61. 1999.

ALENCAR, R. C. **Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras**. *BBR.Brazilian Business Review*, Vitória, v. 2, n. 1, p. 1-12, 2005.

ALMEIDA, Juan Carlos Goes; SCALZER, Rodrigo Simonassi; COSTA, Fábio Moraes. **Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas Listadas na BOVESPA**. Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP, v.2, n.2, p.118 .2008.

ALMEIDA, José Elias Feres; COSTA, Fábio Moraes; FARIA, Luiz Henrique; BRANDÃO, Marcelo Moll. **Earnings Management no Brasil: Grupos Estratégicos como nova variável explanatória**. Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP. v.3. n.6. p.81-95 . 2009.

ARCHAMBAULT, J.J.; RCHAMBAULT, M.E. **A multinational test of determinants of corporate disclosure**. Intarnational Journal of Accounting, V. 38, P. 17-194. 2003.

ARMSTRONG, C. S.; BARTH, M. E.; JAGOLINZER, A. D. ; RIELDI, E. J. **Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe**. The Accounting Review. V. 85, n.1, p. 31-31. 2010.

ANTUNES, G. A.; MENDONÇA; M. M. **Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade de informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel.** Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2., 2008, Salvador. *Anais...* Salvador: Anpcont, 2008. 1 CD-ROM

BAKER, M; STEIN, J; WURGLER, J. **When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firm.** Quarterly Journal of Economics 118, P. 969-1005. 2003

BALL, R.;KOTHARI, S. P.;ROBIN, A. **The effect of institutional factors on properties of accounting earnings.** Journal of Accounting and Economics. V. 29, n.1, p.1-51 . 2000.

BARTH, M.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. **International Accounting Standards and Accounting Quality.** Journal of Accounting Research.V.46, n.3, p.467-498. 2008.

BARTOV, Eli et al. **The rewards to meeting or beating earnings expectations.** Journal of Accounting and Economics. v. 33. n.2. p. 173-204 . 2002.

_____;MOHANRAM, Partha. **Private Information, earnings manipulations, and executive stock-options exercises.** The Accounting Review. Sarasota. v.79. n.4.p.889-920. 2004.

BEAVER. W.H. **Financial Reporting: An Accounting Revolution.** Prentice Hall, 1981.

BERLE, A; MEANS, G. **The Moder Corporation and private Property.** Macmillan, New York, 1932.

BLANCHARD, O. ; LOPES de Silanez; SHLEIFER, F. A. **What do firms do with cash windfalls?**Jornal of Financial Economics n.36. p. 337-360.1994.

BOVESPA. **O que são seguimentos de Listagem** – disponível em :
www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/seguimentos-de-listagem/o-que-sao-seguimentos-de-listagem.aspx? Acesso em 19-01-2015.

BURGSTHALER, David C.; DICHEV, Iliia. **Earnings management to avoid earnings decrease and losses**. Journal of Accounting and Economics. v. 24. n. 1. P. 99-126. 1997

BUSHMAN, R. ; SMITH, A. **Financial Accounting Information and Corporate Governance**. Journal of Accounting Economics n.31.p. 237-333. 2001.

BIDDLE, Garry C.; HILARY, Gilles; VERDI, Rodrigo S. **How does financial reporting quality relate to investment efficiency?** Journal of Accounting and Economics n. 48 p.112-131. 2009.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 28 dez. 2007.

_____. **Lei nº 11.941/09 de 27 de Maio de 2009**. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 27 de maio de 2009.

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. **Corporate governance and the quality of financial analysts information**. Journal of Accounting and Economics. n.25 p.609-625. 2006.

CAPKUN, V.; CAZAVAN, Jeny, A.; JEANJEAN, T.; WEISS, L. A. **Earnings Management and Value Relevance during the Mandatory Transition from local GAAPs to IFRS in Europe**. April 25, 2008. Disponível em
 SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1125716>>. Acesso em 22 de Novembro de 2014.

CHANG, X. Dasgupta, HILLARY, S.G..**The effect of auditor quality on financing decisions**.The Accounting Review n.84, p.1085-1117.2009.

CHIANG H; CHIA F. **Analysts Financial Forecast Accuracy and corporate transparency**. Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies, Memphis, n.10 p.9-14. 2005.

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

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS –(CPC). **Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro.** Disponível em : <http://www.cpc.org.br/cpc/documentos-emitidos/pronunciamentos/pronunciamento?id=80> Acesso em 18 de Novembro de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS- (CVM) – **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – Cartilha** . Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=cartilha>. Acesso em 10 de Janeiro de 2015.

COOKE, T.E. **Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies.** Accounting and Business Research, V. 19. P. 113-124. 1989.

COSENZA, José Paulo; GRATERON, Ivan Ricardo Guevera. **A auditoria da contabilidade criativa.** Revista Brasileira de Contabilidade. Ano 32. n. 143 p.42-61. 2003

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A.B.; REZENDE, A.J.; NETO, A.S. **Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro.** Revista de Administração Mackenzie.v.14 n.5.p.104-139. 2013

DEANGELO, L.E. **Auditor size and audit quality.** Journal of Accounting and Economics. V. 3; P. 183-199. 1981.

DECHOW , P. M.; DICHEV, I. D. **The quality of accruals and earnings: the role of accounting accruals estimation errors.** The Accounting Review. V. 77. p. 35-59. 2002.

_____; SCHRAND, Catherine M. **Earnings Quality.** Charlottesville (Virginia): CFA Institute, 2004.

_____; SLOAM, R. G; SWEENEY, A. P. **Detecting Earnings Management.** The Accounting Review, v.70.n.2. 1995.

_____; **Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals.** Journal of Accounting and Economics.V.18 p. 3-42. 1994

DUMONTIER, P.; RAFFOURNIER, B. **Why firms comply voluntarily with IAS: an empirical analysis with Swiss data.** Journal of International financial Management and Accounting. V. 9. P. 2016-245.1998.

FERRERIA, M; MATOS, P. **The Colors of Investors money: the role of institutional investors around the world.** Journal of Financial Economics v.88, p.499-533.2008.

GJERDE, O.; KNIVSFLA, K.; SAETTEM, F. **The Value-Relevance of Adopting IFRS: Evidence from 145 NGAAP Restatements.** Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, n. 17. V. 9. P. 92-112. 2008.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. **Corporate Governance and equity prices.** Quarterly Journal of Economics. V. 118. P. 107-155. 2003

GRAHAM, John R; et al. The Economic implications of corporate financial reporting. Journal of Accounting and Economics. v. 40.n. 1-3. P. 3-73. 2005.

HAYASHI,, F.. **Tobin's marginal and average q: A neoclassical interpretation . Econometrica n.50v.1. p. 213-224.1982.**

HEALY, P.M.; WHAHLEN, J.M.. **A review of the earnings management Literatura and Its Implication for Standard setting..**Accounting Horizons. Sarasota. V. 13. n. 4. P. 365-383. 1999

HEALY,P.; PALEPU, K.. **Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital Markets: A revive of the empirical disclosure literature.** Journal of Accounting and Economics v.31.p.405-440.2001.

HOLTHAUSEN, R. W. **Accounting Standards, Financial Reporting Outcomes and Enforcement.** Journal of Accounting Researche. v. 47. p. 447-458. 2009.

HORTON, J.; SERAFEIM, G. **Market reaction to and Valuation of IFRS reconciliation adjustments: first evidence from the UK**. Review of Accounting Studies.v. 15 . n. 4. p. 725-751. 2009.

HUBBARD, R. G. **Capital market imperfections and investment**. Journal of Economic Literature v.36. p. 193-225. 1998.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS (IFRS). **A welcome from the incoming Chairman of the IASB**. Disponível em :<http://www.ifrs.org/News/Features/Pages/welcome-Chairman-IASB.aspx>. Acesso em 20 de novembro de 2014.

_____. Organistion History. Disponível em: <http://www.ifrs.org/About-us/IFRS-Foundation/Pages/Organisation-history.aspx>. Acesso em 10 de Abril de 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em www.ibgc.org.br. Acesso em 15 de Janeiro de 2015.

JENSEN, M. **Agency costs of free Cash Flow, corporate finance, and takeovers**. American Economic Review v.76. p. 323-329. 1986.

JOIA, Roberto Midoguti, NAKAO, Sílvio Hiroshi. **Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto**. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPEC). v.8. n.2 p. 22-38. 2014.

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

KRAEMER, Maria Elisabeth Pereira. **Contabilidade Criativa: maquiando as demonstrações contábeis**. Revista Pensar Contábil. Rio de Janeiro, v. 7. N.28 p. 42-51. 2005

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. **Accounting Information, disclosure, and the cost of capital, working paper**, University of Pennsylvania. 2005.

LANZANA, A.P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo. 2004.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. **The Economic consequences of increased disclosure** . Journal of Accounting Research. 2000.

LEUZ, C; WYSOCHI, P. **Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research** .2008.
disponível em : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398. Acesso em agosto de 2015.

LIMA, João Batista Nast. **A Relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. Tese de Doutorado. USP, 2010.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação Contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

_____; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

_____; TUKAMOTO, Yhurika Sandra. **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. v.42 n.1.p.86-96. 2007

MARTINEZ, Antonio Lopo. **Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os Accruals Discricionários**. Revista de Contabilidade e Finanças – USP – São Paulo, v. 19 n. 46. p. 7-17. 2008.

_____. **“Gerenciamento” dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras**. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis pela – USP – São Paulo. 2001.

MCNICHOLS, M. **Discussion of the quality of accruals and earnings: the role of accruals estimation errors**. The Accounting Review v.77. p. 61-69. 2002.

MEULEN, S. V.; GAEREMYNCK, A.; WILLEKENS, M. **Attribute differences between U.S Gaap and IFRS earnings: An exploratory study.** The International Journal of Accounting, v. 42. n.2. p. 23-142. 2007.

MURCIA, F.D.; SANTOS, A. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil.** Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade. V. 3, P. 72-95. 2009

MYERS, S.. **Determinants of corporate borrowing.** Journal of Financial Economics v.5. p.147-175 .1977.

_____ ;MAJLUF, N. **Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.** Journal of Financial Economics V. 13. P. 187-221. 1984.

NIYAMA. Jorge Katsumi; SILVA. César Augusto Tibúrcio. **Teoria da Contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2008.

NOBES, Christopher; PARKER, Robert. **Comparative International Accounting.** 8. Ed. Londres: Prentice Hall Europe. 2004

OPLER, Tim. PINKOWITZ, Lee; Stulz, Rene. WILLIAMSON, Rohan. **The determinants and implications of corporate cash holdings.** Journal of Financial Economics v.52. p. 3-46.1999.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados.** Tese de Doutorado em Ciências Contábeis. USP. 2007.

_____ ;MARTINS,Eliseu. 2007. **Análise da Qualidade das Informações Contábeis nas Companhias Abertas.** XXXI Encontro da Anpad. Rio de Janeiro.

RABELO, F; SILVEIRA, J.M. **Estruturas de Governança Corporativa: Avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras.** IE/UNICAMP. Campinas, 1999. Disponível em :www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto77.pdf

REY, Juan Manuel. **Gerenciamento de Resultados baseado em escolhas contábeis e por decisões operacionais: estudo do impacto da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras emissoras de ADRs**. Dissertação de Mestrado. FUCAPE, 2011.

RICHARDSON, S. **Over-Investment Of Free Cash Flow**. Review of Accounting Studies. v 11. 2006.

ROOSENBOOM, Peter; et al. **Earnings management and initial public offerings: evidence from the Netherlands**. The International Journal of Accounting Oxford. v.38. n.3. p. 243-266. 2003.

SANTOS, Ariovaldo dos; GRATERON, IVAN, Ricardo Guevera. **Contabilidade Criativa e responsabilidade dos auditores**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, n.32 p.7-22. 2003.

SARLO NETO, A. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro. 2009**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade)–Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SCHIPPER, K. **Commentary on earnings management**. Accounting Horizons.1989.

SHLEIFER, A; VISHNY, R.W. **A Survey of Corporate Governance**.The Journal of Finance, v.52, p. 737-783.1997.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes. **Adoção Completa das IFRS no Brasil: Qualidade das Demonstrações Contábeis e o Custo de Capital Próprio**. Tese de Doutorado da USP.

SINGHVI, S.S.; DESAI, H.B. **An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure**. The Accounting Review, V. 46. P. 120-138. 1971

SODERSTROM, N. S.; SUN, K. J. **IFRS Adoption and Accountin Quality: A Review**. European Accounting Review. v. 16. n.4. p. 675-702. 2007.

TEOH, Siew Hong; WONG, T. J. Analysts credulity about reported earnings and overoptimism in new equity issues. Working paper: Ohio State University.

Disponível em : <http://www.ssrn.com>

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. de. **Governança corporativa e a relação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis.**

Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, n. 42, p. 35-49. 2006.

TOBIN, J. **A general equilibrium approach to monetary theory.** Journal of Money, Credit and Banking v.1. p.15-29. 1969.

VERDI, Rodrigo. **Financial Reporting Quality and Investment Efficiency**, University of Pennsylvania.2006.

ZANG, Amy Y. **Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accruals-based earning management.** The Accounting Review.V..87.n.2. 2012.

WALLACE, R.S.O.; NASER, K. **Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong.** Journal of Accounting and Public Policy. V. 13. P. 311-368 . 1995.

WALKER, M. **Accounting for Varieties of Capitalism: The case against a single set of global accounting standards.** The British Accounting Review. v. 42. n.3.p.137-152. 2010.