

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

KLEBERSON DE SOUZA

**O EFEITO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA QUALIDADE
DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
UTILIZANDO O *EARNINGS RESPONSE COEFFICIENTS*.**

**VITÓRIA
2018**

KLEBERSON DE SOUZA

**O EFEITO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA QUALIDADE DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
UTILIZANDO O *EARNINGS RESPONSE COEFFICIENTS*.**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças(FUCAPE), como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Contabilidade em Finanças.

Orientador: Professor Dr. Aziz Xavier Beiruth.

**VITÓRIA
2018**

KLEBERSON DE SOUZA

**O EFEITO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA QUALIDADE DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
UTILIZANDO O *EARNINGS RESPONSE COEFFICIENTS*.**

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.

Aprovada em 06 de junho de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof° Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof° Dr.: FÁBIO YOSHIO SUGURI MOTOKI

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof° Dr.: FERNANDO CAIO GALDI

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

RESUMO

A presente pesquisa busca identificar se os mais exigentes segmentos de governança corporativa da BMF&Bovespa têm efeito na qualidade das informações contábeis das empresas listadas e enquadradas em algum desses segmentos, empregando para isso como métrica para qualidade dos ganhos apresentados o *earnings response coefficients*(ERC). Considerando a literatura de EarningsQuality, o objetivo deste estudo é investigar se as empresas que aderem aos mais exigentes níveis de governança corporativa divulgam informações contábeis de maior qualidade. Para isso, examinando se o coeficiente da resposta do mercado à surpresa do lucro nas empresas que participam do Novo Mercado e Nível 2 (mais exigentes segmentos de governança da bolsa) tem efeito significativo para explicar o retorno, o que indicaria mais confiança dos investidores nas informações apresentadas por essas empresas, sugerindo assumir maior qualidade dos ganhos reportados. Com base em observações trimestrais desde o início de 2010 até o fechamento de 2016 das empresas listadas na bolsa, encontramos a UE (unexpectedearnings) das empresas que têm governança, sendo esta a variável de interesse na correlação e na regressão linear múltipla do modelo proposto com o *RETORNO* como variável dependente. Foi descoberto que o coeficiente da surpresa nos lucros das empresas dos mais exigentes segmentos de governança é sim significativo no retorno e tem efeito positivo, e esse resultado confirma a hipótese de que os segmentos de governança (Novo Mercado e Nível 2) da Bovespa reportam em aumento da qualidade dos ganhos.

Palavras chave:EarningsQuality. Qualidade dos Ganhos Contábeis. ERC. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The present research seeks to identify if the most demanding corporate governance segments of BMF & Bovespa have an effect on the quality of the accounting information of the companies listed and framed in any of these segments, using as a metric for the quality of earnings presented the earnings response coefficients (ERC). Considering the Earnings Quality literature, the objective of this study is to investigate if companies adhering to the most demanding levels of corporate governance disclose higher quality accounting information. To do so, examining whether the market response coefficient to the surprise of profit in companies participating in the New Market and Level 2 (more demanding segments of stock market governance) has a significant effect on explaining the return, which would indicate more investor confidence in information presented by these companies, suggesting to assume higher quality of reported earnings. Based on quarterly observations from the beginning of 2010 until the closing of 2016 of listed companies, we find the unexpected earnings of companies that have governance, this being the variable of interest in the correlation and in the multiple linear regression of the proposed model with RETURN as the dependent variable. It was found that the surprise ratio in corporate profits of the most demanding segments of governance is rather significant in return and has a positive effect, and this result confirms the hypothesis that the Bovespa's Novo Mercado and Level 2 segments report on increase the quality of earnings.

Keywords: Earnings Quality. Quality of Accounting Gains. ERC. Corporate governance.

LISTA DE SIGLAS

DNGC - Diferentes níveis de governança corporativa.

EQ - *Earnings Quality*.

ERC - *Earnings response coefficients*.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

ID - Identificação.

IPCA - Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo

LPA - Lucro por Ação.

UE-*Unexpected Earnings*.

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 7 |
| 2 REFERENCIAL | 12 |
| 2.1 EARNINGS RESPONSE COEFFICIENTS (ERC) ENQUANTO PROXY PARA A QUALIDADE DE GANHOS | 12 |
| 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E EARNINGS QUALITY | 15 |
| 2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E EARNINGS QUALITY NO BRASIL | 17 |
| 2.4 HIPÓTESE DO TRABALHO | 19 |
| 3 METODOLOGIA | 21 |
| 3.1 A AMOSTRA E A POPULAÇÃO..... | 21 |
| 3.2 O MODELO E SUAS VARIÁVEIS..... | 23 |
| 3.3 A COLETA DOS DADOS | 28 |
| 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS | 30 |
| 4.1 A DISPOSIÇÃO DAS OBSERVAÇÕES..... | 30 |
| 4.2 ANÁLISES ESTATÍSTICAS E ECONOMÉTICAS DAS VARIÁVEIS..... | 33 |
| 5 CONCLUSÃO | 41 |
| REFERÊNCIAS | 44 |

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

As demonstrações contábeis para Nascimento *et al.*(2008) e Benetti(2010) dispõem de informações essenciais para diversos usuários, principalmente aos interessados tanto no desempenho econômico quanto no futuro potencial de geração de caixa das empresas. Nisto, suplementa Lanzana (2004) que as informações contábeis divulgadas devem ser de qualidade, uma vez que interferem intensivamente na tomada de decisões.

Sendo assim, acrescentam Dechow, Ge e Schrand (2010), que quando os ganhos divulgados são de qualidade fornecem informações mais úteis e relevantes aos usuários. Complementando o disposto na literatura sobre a qualidade, a utilidade e a importância da informação contábil, Rezende (2005) corrobora sintetizando diversos estudos, dentre eles, por exemplo, as pesquisas de Lee (1999), Lev e Radhakrishnan (2003) e Ball e Shivakumar (2001) nas quais discutiram sobre a importância e efeitos da *earningsquality*.

Para melhorar a qualidade das informações contábeis, os pesquisadores buscam em seus estudos fatores que aumentem ou diminuam a qualidade da contabilidade, Dechow, Ge e Schrand (2010) e encontraram associações de governanças corporativas e de qualidade dos ganhos divulgados de modo a citar a governança corporativa como exemplo de determinante para a qualidade dos ganhos.

Acresço o trabalho de Mendonça *et al.* (2010) afirmando o disposto ao proferir que os segmentos de governança aumentam qualidade da contabilidade, e conseqüentemente as informações divulgadas com o objetivo de aumentar a confiança dos investidores servindo de instrumento de proteção.

No intuito de justificar a favorável implicação da governança corporativa na earningsquality, Klein (2002), Garcia *et al.* (2009) e Farber (2005), encontraram que o conselho da administração, os procedimentos internos de controle, a participação acionária de gestão, a compensação do gestor e as mudanças gerenciais são instrumentos e mecanismos de governança e controle que explicam o efeito destes na qualidade dos ganhos.

A pesquisa de Ball, *et al.*(2000) constatou diferenças na qualidade dos ganhos das empresas em relação ao modelo de governança em diferentes países, e tais diferenças indicam que países com modelos *common law* são mais conservadores que aqueles com modelos *codelaw*.

Para poder verificar se a governança corporativa ou outro fator têm implicações na qualidade dos ganhos, é necessário um indicador e ou um critério para medir essa qualidade. Para isso o arcabouço literário dispõe de algumas *proxies*, como o grau de gerenciamento de resultado ou da suavização de resultado, o nível de conservadorismo e o *earnings response coefficients* (ERC), sendo esta última a *proxy* aplicada nesta pesquisa.

Conforme Collins e Kothari (1989), oERC é o efeito que a surpresa dos ganhos, ou seja, os ganhos inesperados provocam no retorno e, ainda segundo os autores, o retorno é aferido pelo preço das ações no mercado, considerando as taxas de juros, o risco e os ganhos, se crescentes ou persistentes.

Aplicou-se o ERC nesta pesquisa por haverem na literatura diversos estudos,tais como os de Liu e Thomas (2000),Kasznik E McNichols (2002) e Gleason e Mills (2008) utilizando-o como uma *proxy* para a earningsquality.

Apreciando então as possíveis implicações da governança corporativa na qualidade das informações contábeis e, caso existam, poderão ser percebidas pelo coeficiente de resposta do mercado aos lucros na apresentação dos resultados. Este estudo tem como questão problema: Utilizando como proxy para earnings quality o coeficiente de resposta aos lucros, qual é o efeito que os mais exigentes níveis de governança corporativa da BMF&Bovespa têm na qualidade dos ganhos apresentados por empresas brasileiras listadas?

Alinhado ao problema, o objetivo desta pesquisa é examinar a intensidade da reação do mercado na divulgação dos resultados, porque refletem a confiança e a utilidade dessas informações pelos investidores, para verificar se as empresas brasileiras listadas apresentam aumento na qualidade dos ganhos quando aderem a algum dos DNGC propostos pela bolsa.

Por isso, esta pesquisa espera enquanto resultado, que o coeficiente de surpresa no resultado das empresas que aderiram aos níveis de governança tenha efeito significativo e positivo no retorno dessas empresas, indicando que o mercado reage mais forte na apresentação de seus resultados, assim sugerindo que o aumento da credibilidade dos investidores nas informações contábeis das empresas com governança prediz que a governança corporativa aumenta a qualidade dos ganhos apresentados.

Na realização deste estudo empírico, partiu-se da população inicial de todas as empresas listadas na BMF&Bovespa, e na amostra ficaram todas as empresas que apresentaram os dados trimestrais necessários. As observações trimestrais das empresas da amostra foram separadas em dois grupos, um das empresas que aderiram ao novo mercado e nível 2, e outro, das empresas as quais aderiram aos

demais segmentos ou não aderiram a nenhum segmento de governança. O período estudado compreende desde o exercício de 2010 até o de 2016.

Para medir a reação do mercado examinando o *Earnings response coefficients*, foi regredido um modelo, com a surpresa dos lucros trimestrais das empresas aderentes aos segmentos de governança corporativa da bolsa, como variável independente e tendo o retorno das ações como variável dependente.

Para melhorar a eficiência do modelo, diminuindo possíveis distorções, e aumentar seu poder de explicação tornado o resultado mais robusto, foi adicionado variáveis de controle, são elas: o lucro por ação do trimestre, o risco, o tamanho, o Retorno do Ativo - ROA, a *dummy* das empresas que têm ou não governança e a surpresa dos lucros de todas as empresas da amostra.

Esta pesquisa difere dos estudos encontrados, como o trabalho de Colombo e Galli (2012), uma vez que os autores estudaram o efeito da adesão a cada um dos diferentes níveis de governança corporativa no retorno das empresas. Enquanto que no presente trabalho buscamos avaliar a reação do mercado quando há surpresa na divulgação dos resultados divulgados pelas empresas com e sem governança corporativa.

Este estudo difere também das pesquisas de Torres *et al.* (2010), Erfurth e Bezerra (2013), Barros *et al.* (2013) e Antunes *et al.* (2010), nas quais tais autores investigaram as implicações de governança corporativa em outras *proxies* de qualidade das informações contábeis, tais como o grau de alisamento do resultado ou o grau de gerenciamento do resultado, outros ainda, grau de conservadorismo; já a presente pesquisa utiliza o coeficiente da surpresa do lucro no retorno, sendo este a reação do mercado.

Esta pesquisa contribui com a literatura, ao encontrar indícios de que os segmentos de governança corporativa melhoram a qualidade das informações contábeis das empresas pertencentes a esses segmentos, quando analisados pela percepção dos investidores na resposta do mercado à divulgação dos resultados. Os resultados deste trabalho também contribuem com o mercado, apresentando evidências de que os investidores confiam mais nas empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da bolsa, podendo prever que apresentam ganhos de melhor qualidade, mais úteis e confiáveis para a tomada de decisões, podendo ser esse motivo para o crescente número de adesões aos segmentos de governança que identificamos no decorrer deste trabalho.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL

2.1 EARNINGS RESPONSE COEFFICIENTS (ERC) ENQUANTO PROXY PARA A QUALIDADE DE GANHOS

O ERC de acordo com Collins e Kothari (1989) é o coeficiente da surpresa dos ganhos divulgados pelas empresas, ou seja, dos lucros inesperados, em relação à variação do preço das ações de empresas que predizem uma função resultante das taxas de juros, do risco e do crescimento e/ou persistência dos ganhos.

Conforme Loudder e Behn (1995), o ERC é o coeficiente de efeito da resposta do mercado ao lucro, é um indicador da intensidade com que os investidores reagem à surpresa do lucro anunciado. Já que a reação dos investidores está na variação do preço das ações na divulgação de resultados contábeis inesperados para o período, ou seja, quando há surpresa nos lucros apresentados.

Foram as associações encontradas nos estudos de Klormendi e Lipe (1987), entre os ganhos divulgados pelas empresas com os retornos dessas empresas que impulsionaram outros pesquisadores a também empregar o ERC em suas investigações acerca de efeitos em retorno. A seguir constam os resultados de algumas dessas pesquisas.

Por exemplo, o trabalho de Easton e Zmijewski (1989), em que estudam a reação do mercado em relação aos lucros com os retornos esperados, utilizou-se o coeficiente da surpresa dos resultados contábeis em relação à resposta do mercado pelo preço das ações. Corroborando com a literatura de *earnings response coefficients*, quanto à variável explicada nos modelos de ERC, o retorno das empresas, Easton e Zmijewski

(1989) acrescentam ainda, que o preço da ação é um resultado das diversas variáveis que predizem os dividendos.

Em outro exemplo, o *earnings response coefficients* é um valor estimado por regressão da variável independente “surpresa dos lucros” com a variável dependente “retorno”, e Schipper e Vincent (2003) apresentam quanto é significativa a regressão de um modelo com essa variável. Já Braunbeck (2010) utilizou o coeficiente de resposta ao lucro para obter evidências e assim encontrar associações significativas entre o retorno com a relevância e confiabilidade da auditoria.

O valor que compreende a variável surpresa é o valor do lucro anormal, ou seja, a diferença do lucro obtido com o lucro esperado. Por exemplo; quando o lucro apurado no período é superior ao esperado ou o prejuízo apurado é menor que o esperado, há uma surpresa positiva. Assim como quando o lucro apurado é inferior ao esperado ou o prejuízo é maior que o esperado, há uma surpresa negativa nos ganhos.

O efeito investigado no ERC é o implicado no retorno, e isso sugere que é a percepção dos investidores, por isso é utilizado para investigar as implicações de diversos fatores na reação do mercado, e assim fizeram Behnet *al.* (2008), Ghosh e Moon (2005) e Hussainey (2009) que encontraram relação de efeitos positivos entre qualidade de auditoria e reação do mercado utilizando o ERC em modelos adaptados.

Bem como Loudder e Behn (1995) e Dechow, Ge e Schrand (2010), no tocante à reação do mercado diante das informações das empresas, os autores descobriram que mudanças na contabilidade, tanto nos modelos, nos princípios, nas decisões operacionais, na capacidade informativa quanto nas formas de financiamento, têm efeito em como os investidores reagem a essas informações.

No intuito de justificar essa reação dos investidores no preço das ações quanto à informação contábil, Dechow, Ge e Schrand (2010), consolidando as conclusões da literatura, acrescentamos de Klormendi e Lipe (1987) e as de Easton e Zmijewski (1989), apontando as seguintes motivações:

- a) o fato de o mercado responder mais favorável aos lucros compostos por fluxos de caixas, assim como aos lucros pró-forma do que a lucros GAAP;
- b) os investidores descontarem acumulações discricionárias por estarem ligados à manipulação dos resultados;
- c) as reações negativas quando o mercado está preocupado com a qualidade da informação financeira devido a reajustes ou falhas no controle interno, assim como quando acompanhados de pareceres de auditoria qualificados.

Tais motivações justificam a pesquisa de Jindrichovska (2001), estudo no qual utilizou o *earnings response coefficients* para verificar a relação entre os lucros contábeis com o preço das ações do mercado tcheco e descobriu que em mercados emergentes quanto maior a amostra, maior a relação entre o ERC com os resultados contábeis.

Buscando tornar o ERC mais eficiente, Graham, Harvey e Rajgopal (2005) constataram, em entrevistas, que o retorno do mesmo trimestre no ano anterior é mais expressivo do que o retorno previsto pelos analistas. Portanto, o lucro do mesmo trimestre no ano anterior pode substituir a previsão dos analistas para identificar a surpresa do lucro, podendo ser até mais aceito.

Portanto, no Brasil, onde a informação do lucro do trimestre anterior é mais frequente e acessível nos bancos de dados, a constatação supracitada de Graham, Harvey e Rajgopal (2005) torna possível ou ao menos mais viável a aplicação

do earnings response coefficients para calcular o efeito surpresa dos lucros anormais no retorno no Brasil.

Isso foi o que fizeram Pimentel (2015) e Black e Nakao (2017) ao utilizarem o ERC para aferir o efeito na reação do mercado na divulgação das informações contábeis, um em relação ao efeito da adoção das IFRS, e o outro na existência de heterogeneidade da qualidade dos lucros das empresas na adoção às IFRS.

Também, ainda em pesquisa nacional, Virginiet *al.* (2015) investigaram os fatores que influenciam o ERC das empresas brasileiras, trabalho no qual a autora constatou que a estrutura de capital, a oportunidade de crescimento e a qualidade de auditoria apresentaram indícios de efeito nos coeficientes de surpresa em relação aos retornos das empresas brasileiras.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E EARNINGS QUALITY

De acordo com Learmount (2004) e Shleifer e Vishny (1997), governança corporativa constitui-se de ferramentas e instrumentos de controle gerencial como requisitos para as empresas enquadradas nos tipos de governança, de modo que objetivam trazer aos investidores mais confiança no retorno proporcionado por essas empresas.

Examinando como as ferramentas e instrumentos de controle gerencial dos tipos de governança corporativa influenciam na contabilidade, Loudder e Behn (1995) encontraram que a governança interfere na qualidade dos ganhos porque, cientes do efeito da gestão na confiabilidade dos procedimentos contábeis e das decisões gerenciais, os investidores têm reações diferentes aos resultados.

Investigando a relação de outros aspectos definidos pelos tipos de governança, destacam Dechow, Ge e Schrand (2010) que os conselhos de administração apresentam menor associação com gerenciamento de resultado.

Dechow, Ge e Schrand (2010) acrescentam ainda que a independência da gestão melhora a qualidade da auditoria, assim como os mecanismos de governança melhoram os controles internos, e que estes, quando insuficientes, têm menor qualidade e persistência dos lucros e maiores acumulações discricionárias e reformulações. Ao analisarem os determinantes para a *earningsquality* (EQ), Dechow, Ge e Schrand (2010) apontam relações de efeito entre a governança corporativa e a qualidade dos lucros.

Quanto ao efeito dos instrumentos de governança corporativa nos resultados, Dechow, Ge e Schrand (2010) constatam que a gestão com predominância de um tipo de acionista pode interferir em decisões para suavizar os resultados de controladas, bem como os sistemas de compensação baseada em opções de ações executivas tornam os executivos mais propensos a manipular resultados.

Com base nesse estudo, surgiram outros, em que os autores investigam as associações entre as práticas de governança corporativa com os resultados. A seguir são apresentados alguns desses estudos.

Hamidet *al.* (2014) encontraram que as variáveis e características de governança corporativa como o tamanho, o conselho de administração, a independência administrativa, a estrutura de propriedade, a alavancagem, e a auditoria, por exemplo, são significativas para as práticas de gerenciamento de resultado, logo, para aferir a qualidade dos lucros apresentados.

Gulzar e Wang (2011) investigaram o efeito das características de governança no gerenciamento de resultado pelas acumulações discricionárias nas empresas listadas na China e encontraram que a separação do papel do CEO e do presidente contribui para a redução do gerenciamento.

O efeito das características de governança corporativa na qualidade dos ganhos também foi investigado por González e Garcia-Meca (2013) nas empresas latinas, e com a utilização dos acréscimos discricionários encontraram que a forma de atuação dos diretores e dos conselhos nas empresas com governança reduz a manipulação de resultados.

Ainda quanto ao efeito de governança na qualidade da informação contábil, Gulzar e Wang (2011) descobriram que a estrutura de propriedade e a frequência das reuniões do conselho reduzem as provisões discricionárias, por outro lado, os autores não encontraram nenhuma relação do tamanho da firma, da independência do conselho, do comitê de auditoria com as acumulações discricionárias.

As exigências de segmentos mais complexos de governança cobram das empresas relatórios e demonstrações que as tornam mais transparentes que as outras, como efeito contribuem para o que a governança corporativa aumente a qualidade da informação contábil como apontou literatura supracitada.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E EARNINGS QUALITY NO BRASIL

O mercado brasileiro passou por transformações, e uma das principais mudanças foi a criação dos diferentes níveis de governança corporativa da BMF&Bovespa, e a criação desses segmentos de governança objetivam melhorar as

práticas de governança a fim de proteger o investidor e aumentar a liquidez do mercado brasileiro.

No Brasil, o efeito da adoção aos níveis de governança corporativa da BMF&Bovespa na qualidade dos ganhos é um tema que tem sido explorado na literatura e, a exemplo disso, temos os trabalhos de Antunes *et al.* (2010), Erfurth e Bezerra (2013), Barros *et al.* (2013), Martinez (2011), Lyra e Moreira (2011) e Torres *et al.* (2010).

No trabalho de Antunes *et al.* (2010), foram utilizadas observações referentes ao período entre 1996 e 2006, no qual os autores investigaram a qualidade da informação contábil medindo pelas *proxies* de conservadorismo, relevância e oportunidade, *proxies* estas que apresentaram evidências as quais lhes permitiram concluir que a adesão aos diferentes níveis de governança corporativa não tem efeito na qualidade dos resultados.

Na literatura encontram-se estudos divergentes quanto ao efeito de governança na qualidade dos ganhos, como os trabalhos de Erfurth e Bezerra (2013)¹ e Barros *et al.* (2013)² que investigaram a reação das práticas de gerenciamento de resultado nas empresas que se apresentam com algum tipo de governança corporativa.

Diferentemente do trabalho de Erfurth e Bezerra (2013), que não identificaram relação de efeito entre governança e gerenciamento de resultado, a pesquisa de Martinez (2011) encontrou evidências que sugerem uma redução do gerenciamento de resultado por escolhas contábeis, mas não no gerenciamento por decisões operacionais.

¹ Estudou observações correspondentes ao período entre 2000 e 2007.

² Estudou observações correspondentes ao período entre 2008 e 2010, período de transição da implantação das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

Acompanhando o achado de Martinez (2011), complementa Barros *etal.* (2013) com sua pesquisa, quando considerou um período posterior ao do estudo de Erfurth e Bezerra (2013) o qual lhe permitiu concluir que o gerenciamento de resultados não era apenas menor nas empresas com mais atributos de governança, como é tanto menor, quanto mais rigoroso era o tipo de governança.

Assim como o trabalho de Lyra e Moreira (2011), o de Torres *etal.* (2010) contribuiu com a teoria da qualidade da informação contábil, investigando a relação entre alisamento de resultado com as práticas de governança corporativa. Lyra e Moreira (2011) encontraram indícios de alisamento em todas as empresas da amostra, mesmo nas que estavam nos segmentos de governança e concluíram que as práticas de governança não interferiam na existência de alisamento de resultado, enquanto Torres *etal.* (2010) concluíram que o alisamento de resultado era menor nas empresas que haviam aderido a algum segmento de governança corporativa.

2.4 HIPÓTESE DO TRABALHO

Considerando as afirmações de Klein (2002), Garcia *etal.* (2009) e Farber (2005) de que “o conselho da administração, os procedimentos internos de controle, a participação acionária de gestão, a compensação de gestão e as mudanças gerenciais” são instrumentos e mecanismos de governança e controle, isso justifica que os melhores segmentos de governança tenham efeito na qualidade dos ganhos.

Assim como a contribuição de Gulzar e Wang (2011) de que as estruturas de propriedade e a frequência das reuniões do conselho também apresentam indícios de que melhoram a qualidade dos ganhos.

E a constatação de que, no Brasil, entre outros fatores, a qualidade da auditoria e a estrutura de capital também afetam o coeficiente de resposta do mercado à surpresa dos lucros (VIRGINI ET AL. 2015).

E que os resultados das pesquisas que examinaram a qualidade das informações contábeis por diversos critérios relativos às práticas ou aos segmentos de governança corporativa não serem conclusivos, mas nenhum deles pela percepção do mercado.

Enfim, é considerando toda a literatura apresentada neste estudo que se espera a seguinte hipótese:

H1: As empresas que aderem a segmentos de governança corporativa, e assim contendo mais instrumentos de controle, mais transparência e mais mecanismos de proteção aos acionistas, apresentem lucros de melhor qualidade, o que faz o mercado reagir com mais força a apresentação desses resultados.

Portanto, espera-se que na regressão do modelo, o coeficiente do efeito da surpresa do lucro na reação do mercado das empresas que aderem aos níveis de governança seja significativo e positivo.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E A POPULAÇÃO

A coleta dos dados necessários para a realização deste estudo considerou todas as empresas listadas na Bovespa, esta é a população inicial da presente pesquisa, foram coletadas informações trimestrais de 28 trimestres que totalizaram 21.252 observações, sendo 10.948 de empresas canceladas e 10.304 de empresas ativas.

Algumas observações não apresentaram todos os dados necessários e por isso foram retiradas, a grande maioria das observações incompletas pertenciam a empresas já canceladas, destas foram excluídas 10.324 observações e das empresas ativas foram excluídas 4.450 observações.

Restaram na amostra 6.378 observações completas, sendo 624 de empresas canceladas, mas que em alguns dos trimestres pesquisados apresentaram todos os dados e 5.754 de empresas ativas.

O quadro 01 apresenta a distribuição das observações coletadas, excluídas e utilizadas neste estudo, destaco neste quadro, que remanesceram 56 % das observações das empresas ativas.

| | Observações Coletadas | Observações excluídas | | Observações Utilizadas | |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------|------------------------|------|
| | | Quantidade | % | Quantidade | % |
| Empresas Ativas | 10.304 | 4.550 | 44 % | 5.754 | 56 % |
| Empresas Canceladas | 10.948 | 10.324 | 56 % | 624 | 6 % |
| Total das Observações | 21.252 | 14.874 | 70 % | 6.378 | 30 % |

QUADRO 01: Composição da amostra.

Fonte: Elaborado pelo Autor.

As observações trimestrais válidas pertencem a 325 empresas que compõem então a amostra deste trabalho. Contudo, essa amostra varia no decorrer dos anos, já que nem todas essas empresas apresentaram observações em todos os períodos de competência das observações. No gráfico 01 é apresentado um resumo que soma a cada ano pesquisado a quantidade de empresas que compõe as amostras, independente se pertencem ou não a algum segmento de governança.

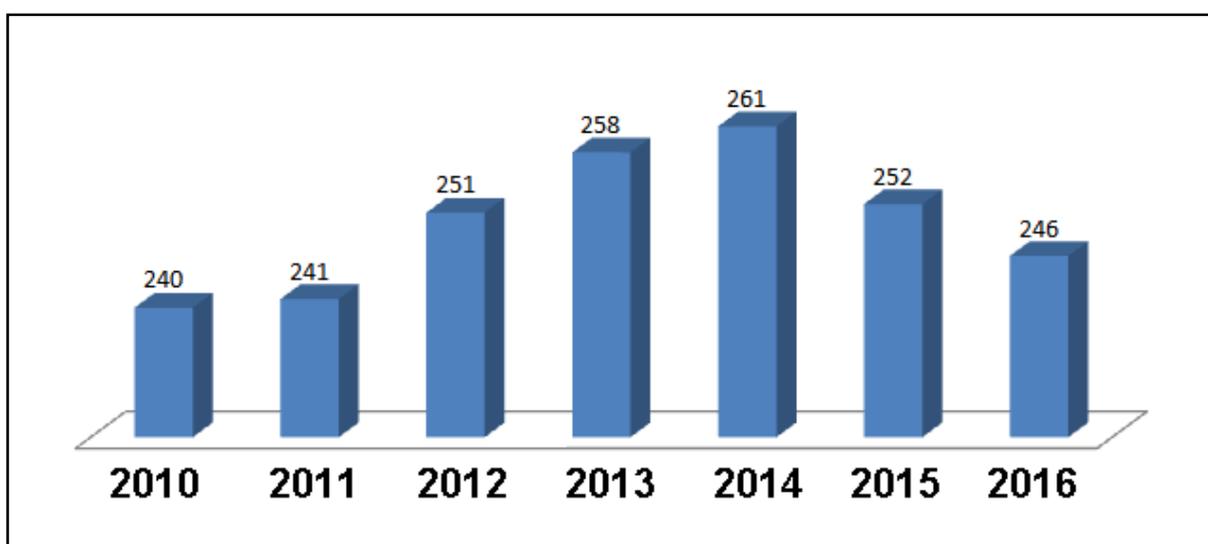


GRÁFICO 01: Número de empresas na amostra de cada ano.

Fonte: Elaborado pelo Autor.

A fim de atender à proposta desta pesquisa, que é a constatação do efeito dos segmentos de governança sobre a qualidade da informação contábil, a população foi dividida em dois grupos, sendo um grupo o das empresas que aderiram aos segmentos chamados de Novo Mercado e Nível 2, tratados neste trabalho como os mais exigentes do seu segmento de governança corporativa da Bovespa e o outro grupo, o das empresas que haviam aderido aos segmentos chamados de Nível 1 e de Bovespa Mais e os que não aderiram a nenhum segmento.

A divisão é imprescindível para a aplicação da variável *dummy* para as empresas que aderiram aos tipos de governança mais exigentes da Bovespa, e a amostra foi

subdividida também de acordo com o segmento de governança no intuito de aplicar nosso modelo também utilizando a variável *dummy* para as empresas de estavam no Novo Mercado, no Nível 2 e no Nível 1 e, assim, identificar o efeito desses segmentos separadamente.

Como a população desta pesquisa é composta de todas as empresas listadas na Bovespa, a amostra contém observações de empresas nos seguintes segmentos de governança corporativa desta bolsa: o **Novo Mercado**, o **Nível 2**, o **Nível 1** e o **Bovespa Mais**, como também contém observações de empresas que não aderiram a nenhum dos segmentos de governança corporativa. Nesta amostra não restou nenhuma observação do segmento **Bovespa Mais Nível 2**.

Quanto ao intervalo de tempo, para desconsiderar qualquer efeito da convergência às normas internacionais, as observações coletadas neste trabalho compreendem as empresas que apresentaram dados trimestrais a partir do primeiro trimestre de 2010 até o último trimestre de 2016.

3.2 O MODELO E SUAS VARIÁVEIS

Para alcançar o objetivo de capturar o efeito dos mais exigentes segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa, na qualidade da informação contábil das companhias brasileiras pelo *earnings response coefficients* (ERC), ou seja, a partir do coeficiente da surpresa do lucro nas empresas com segmentos mais exigentes de governança.

Para explicar o efeito da surpresa dos lucros das empresas no Novo mercado e Nível 2 de Governança no retorno, o índice de reação do mercado para este estudo, utilizaremos a regressão linear múltipla do seguinte modelo:

$$\text{RET}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{UE}_{i,t} + \beta_2 \text{GC}_{i,t} + \beta_3 \text{UE GC}_{i,t} + \beta_4 \text{Risco}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{TAM}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{LPA}_{i,t} + \varepsilon$$

Onde:

$\text{RET}_{i,t}$ = retorno, a variável dependente ou explicada deste modelo, é a reação do mercado, que é resultante do preço da ação. É esta a variável que mede a reação dos investidores em relação aos eventos que afetam ou são afetados pela empresa à qual se referem, ao coletar no Economática foi aplicado a tolerância de 5 dias na data inicial ou final da apuração.

O valor dessa variável deveria ser o retorno na data de publicação dos demonstrativos, mas na impossibilidade de trabalhar com essa informação aplicou-se o retorno em janelas de tempo próximas ao prazo de divulgação dos demonstrativos. No intuito de tornar mais confiável o efeito da surpresa do lucro no retorno aplicou-se o modelo utilizando o retorno em três janelas de tempo diferentes e cada vez menores e mais próximas dos prazos de publicações, as janelas de tempo são apresentadas no Quadro 02.

| Competência | 1º Trimestre de cada ano | | | 2º Trimestre de cada ano | | |
|--------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Descrição | Prazo de Publicação | Início da Janela | Término da Janela | Prazo de Publicação | Início da Janela | Término da Janela |
| Janela de 90 Dias | 15-mai | 1-abr | 30-jun | 15-ago | 1-jul | 30-set |
| Janela de 60 Dias | 15-mai | 16-abr | 15-jun | 15-ago | 16-jul | 15-set |
| Janela de 30 Dias | 15-mai | 1-mai | 30-mai | 15-ago | 1-ago | 30-ago |
| Competência | 3º Trimestre de cada ano | | | 4º Trimestre de cada ano | | |
| Descrição | Prazo de Publicação | Início da Janela | Término da Janela | Prazo de Publicação | Início da Janela | Término da Janela |
| Janela de 90 Dias | 15-nov | 1-out | 30-dez | 31-mar | 16-fev | 15-mai |
| Janela de 60 Dias | 15-nov | 16-out | 15-dez | 31-mar | 1-mar | 30-abr |
| Janela de 30 Dias | 15-nov | 1-nov | 30-nov | 31-mar | 16-mar | 15-abr |

QUADRO 02: Composição das Janelas de Tempo para Retorno.

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Utilizando o retorno de três diferentes janelas de tempo, e sendo estes as variáveis dependentes, utilizamos os três modelos a seguir apresentados.

Modelo 1:

$$\text{RET90d}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{UE}_{i,t} + \beta_2 \text{GC}_{i,t} + \beta_3 \text{UE GC}_{i,t} + \beta_4 \text{Risco}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{TAM}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{LPA}_{i,t} + \mathcal{E}$$

Neste modelo a variável explicada retorno, identificada por **RET 90d** $_{i,t}$ considera o retorno na janela de tempo de 90 dias que corresponde de 45 dias antes até 45 dias depois do prazo para publicação dos demonstrativos contábeis, conforme quadro 02.

Modelo 2:

$$\text{RET 60d}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{UE}_{i,t} + \beta_2 \text{GC}_{i,t} + \beta_3 \text{UE GC}_{i,t} + \beta_4 \text{Risco}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{TAM}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{LPA}_{i,t} + \mathcal{E}$$

Neste modelo a variável explicada retorno, identificada por **RET 60d** $_{i,t}$ considera o retorno na janela de tempo de 60 dias que corresponde de 30 dias antes até 30 dias depois do prazo para publicação dos demonstrativos contábeis, conforme quadro 02.

Modelo 3:

$$\text{RET 30d}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{UE}_{i,t} + \beta_2 \text{GC}_{i,t} + \beta_3 \text{UE GC}_{i,t} + \beta_4 \text{Risco}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{TAM}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{LPA}_{i,t} + \mathcal{E}$$

Neste modelo a variável explicada retorno, identificada por **RET 30d** $_{i,t}$ considera o retorno na janela de tempo de 90 dias que corresponde de 15 dias antes até 15 dias depois do prazo para publicação dos demonstrativos contábeis, conforme quadro 02.

Para os demais elementos dos modelos:

β_0 = é o coeficiente constante do modelo.

$UE_{i,t}$ = *Unexpected earnings* também chamado na literatura de *Earnings Surprise* é a surpresa do lucro, ou seja, os lucros anormais, calculado pela diferença do lucro do trimestre t , com o lucro do mesmo trimestre do ano anterior $t - 4$.

Para calcular a surpresa real do lucro no período de competência da observação, o lucro do mesmo trimestre do ano anterior foi corrigido à inflação utilizando o IPCA acumulado nos últimos 12 meses até a data em que foi apurada a surpresa.

$GC_{i,t}$ é uma variável *dummy* para identificar as empresas que aderiram aos mais exigentes níveis de governança (Novo Mercado e Nível 2), atribuindo a essas o número 1, para as empresas que aderiram aos demais níveis de governança ou não aderiram a nenhum nível de governança atribuiu-se o número 0, nesta variável separa-se a parte da amostra em que se investiga o efeito.

$UE GC_{i,t}$ é a variável de interesse, surge da multiplicação da variável do $UE_{i,t}$ (*Unexpected earnings*) com a variável *dummy* $GC_{i,t}$, e essa interação resulta na surpresa do lucro das empresas que aderiram aos mais exigentes segmentos de governança da Bovespa. É essa variável que vai capturar o efeito da UE dessas empresas na variável dependente **Retorno**.

É o *P value* estimado para essa variável que indicará se a surpresa nos ganhos das empresas com governança corporativa tem efeito significativo ou não em retorno.

O coeficiente desta variável é o (β_3) do modelo proposto, que vai estimar em quanto os resultados anormais apresentados pelas empresas com níveis de governança mais exigentes afetam a reação do mercado, reação esta que é medida nesta pesquisa pelo retorno, quanto maior for o valor estimado para esse

coeficiente, maior será o aumento do retorno em relação às surpresas apresentadas nos resultados. A reação dos investidores quanto mais forte for, sugere que o mercado confia mais nos demonstrativos contábeis apresentados por essas empresas, e este é o rastro de que tais demonstrativos, juntamente com os lucros apresentados, têm mais qualidade.

Risco i, t = Para a apuração do risco, utilizaremos o índice chamado Beta das empresas coletado pelo Economática, apurado ao final do trimestre a que se refere o lucro divulgado, este cálculo é realizado a partir das oscilações da ação e do Índice em cada um dos intervalos, considerou-se os demonstrativos trimestrais dos últimos dois anos de sua apuração.

TAM i, t = é o tamanho da empresa. Para o valor dessa variável, considerou-se o Ativo Total consolidado das empresas i nos trimestres t , como havia valores muito altos, foram utilizados os logaritmos dos valores dessa variável para rodar os cálculos estatísticos no stata.

ROA i, t = é a rentabilidade do ativo de cada empresa i , consolidada e referente aos últimos 12 meses em relação ao trimestre t .

LPA i, t = é o Lucro por Ação das empresas i nos trimestres t , é o mesmo utilizado no cálculo da surpresa do lucro.

As variáveis $UE_{i,t}$, $Gov_{i,t}$, $Risco_{i,t}$, $TAM_{i,t}$, $ROA_{i,t}$ e $LPA_{i,t}$ são variáveis de controle, pois têm efeito em nossa variável dependente, o retorno.

3.3 A COLETA DOS DADOS

Os dados de retorno, risco, tamanho, retorno do ativo e os lucros trimestrais foram coletados utilizando o software Economática³. As informações, referentes aos segmentos de governança das empresas foram obtidas no site da B3⁴, e os índices do IPCA utilizado na atualização inflacionária foram obtidas no site do IBGE⁵.

Acompanham os dados obtidos no Economática a identificação das empresas por nome e código ID, bem como a situação, se ativa ou cancelada e o setor em que a empresa atua.

Para as variáveis de lucro do trimestre, tanto no trimestre atual como do mesmo trimestre do ano anterior, no intuito de diminuir distorções devido às grandes diferenças nos valores totais de lucros, resultado proporcionados pela diferença de tamanho das empresas da amostra, coletou-se o lucro por ação (LPA) consolidado e trimestral para cada empresa na competência da observação.

No quadro 03 é apresentada uma referência de $t-4$ e $t+1$ em relação a t , nisto, admitindo a título de exemplo, que o período de competência da observação seja o primeiro trimestre do ano de 2012, voltando a linha do tempo e correspondendo $(x-1)$ o ano anterior, será então, 2011.

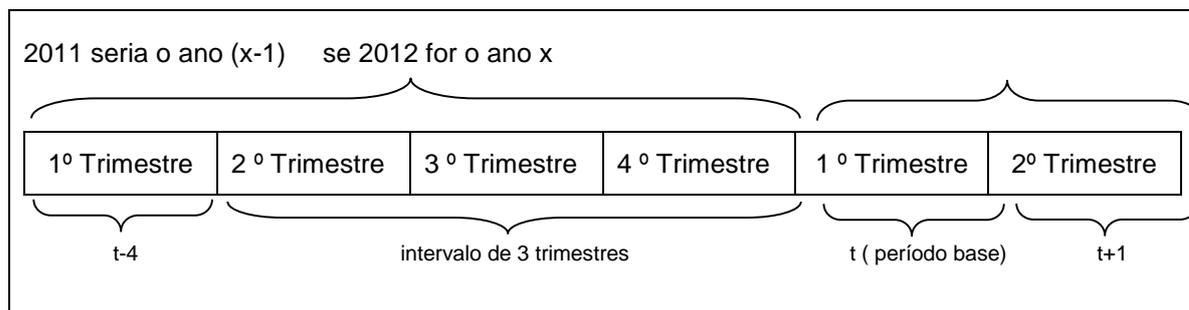
Considerando (t) o trimestre de competência das observações, admite-se que $(t-4)$ seja no ano anterior o $(1^\circ, 2^\circ, 3^\circ$ ou $4^\circ)$ trimestre respectivo ao mesmo trimestre $(1^\circ, 2^\circ, 3^\circ$ ou $4^\circ)$ a que competem as observações no ano examinado, e por fim $(t+1)$ refere-se ao trimestre imediatamente seguinte ao trimestre de competência das observações.

³ <http://www.economica.com.br>

⁴ <http://www.b3.com.br>

⁵ <http://www.ibge.gov.br>

Esse mesmo raciocínio se aplica a quaisquer dos trimestres examinados.



QUADRO 03. Janela de tempo de referência aos dados do trimestre base.

Fonte: elaborada pelo autor.

Quanto à informação do segmento de governança corporativa, a B3 disponibiliza em seu *site* um cronograma com as empresas que aderiram ou saíram de algum segmento e a data de adesão e ou retirada. De posse dessa informação, as empresas foram agrupadas por tipo de segmento a partir do trimestre da adesão.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 A DISPOSIÇÃO DAS OBSERVAÇÕES

As observações componentes da base de dados desta pesquisa totalizam 6.906, das quais 3.861,(56 %) pertencem a empresas em alguns dos segmentos de governança corporativa, o número de observações encontradas em cada um dos segmentos é apresentado no gráfico 02, e restaram então 3045 observações, 44% que não competem a nenhum dos tipos de governança corporativa como ilustrado no Gráfico 03 a seguir.

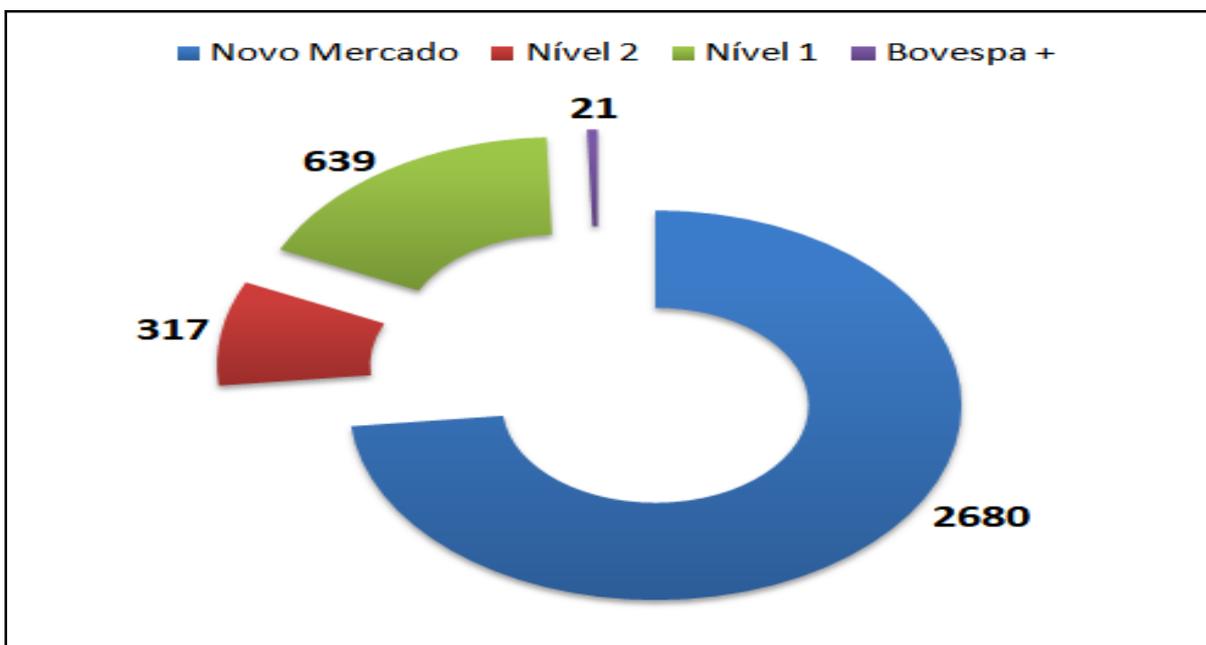


Gráfico02: Número de observações por segmento Governança.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 02 não consta o segmento Bovespa Mais Nível 2 porque não remanesceu da população nenhuma observação de empresa participante desse segmento.

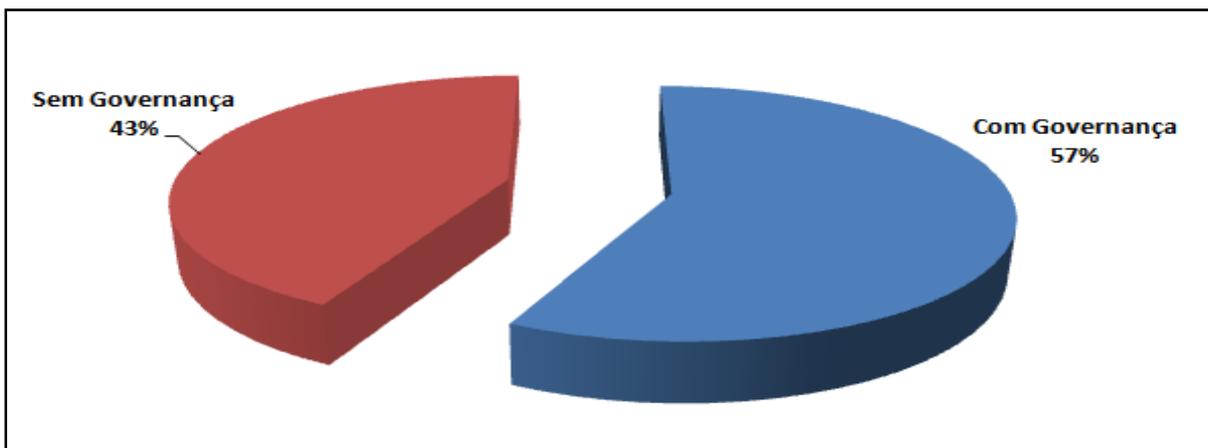


Gráfico03: Distribuição das Observações Condicionada à Governança.

Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 04 é apresentado um comparativo do aumento do número de observações de empresas em algum dos segmentos propostos pela BMF&Bovespa em relação ao total de observações de cada trimestre que se manteve próximo à média do início ao fim do período analisado.

Buscando melhor expor esse crescente aumento do número de observações relacionadas à governança em relação ao número total de observações, ambas as informações estão dispostas no mesmo gráfico. Na linha azul, os losangos marcam a quantidade de observações apreciadas a cada trimestre; e na linha vermelha, os quadrados marcam a quantidade de observações relacionadas com a governança. As informações do gráfico 04 estão dispostas em ordem cronológica e crescente do primeiro trimestre de 2010 ao último trimestre de 2016, nos itens 1 ao 28 respectivamente.

Considerando o baixo *turnover* de empresas entre as amostras trimestrais, esse aumento pode indicar que a partir do ano de 2010 tem crescido a cada trimestre o número de empresas que aderem aos segmentos de governança corporativa.

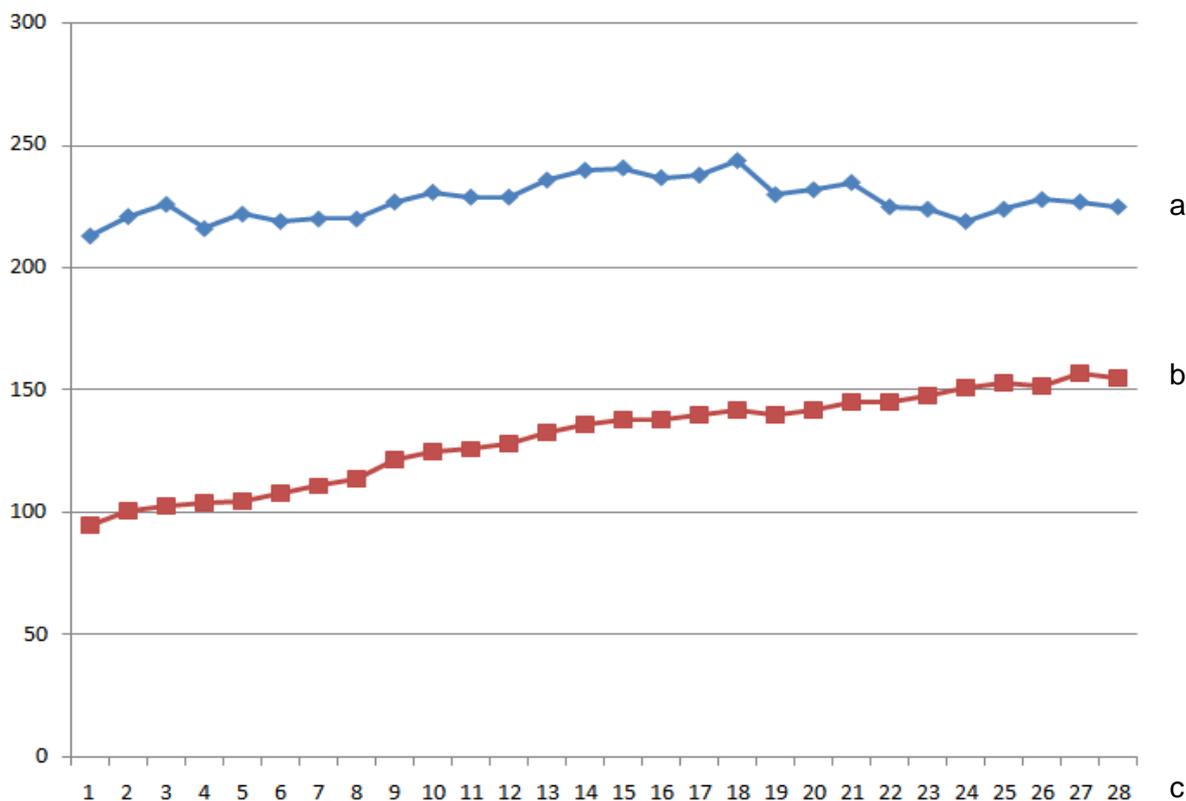


Gráfico 04: Característica das Observações por Trimestre.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: ^a Indica o Número de observações totais a cada trimestre t.

^b Indica o Número de observações com governança na amostra de cada trimestre t.

^c Indica os trimestres estudados, sendo o (1) correspondente ao primeiro trimestre de 2010, segue em ordem cronológica crescente até o (28), o último trimestre de 2016.

Os números indicam que, no primeiro trimestre de 2010, da amostra de 236 empresas, apenas 100 delas estavam em alguns dos segmentos de governança, correspondendo a 42 %, e ao final do período analisado da amostra composta de 242 empresas, haviam aderido a algum dos tipos de governança 162 delas, satisfazendo agora 67 % da amostra do trimestre.

Assim sendo, o aumento de empresas com governança na amostra cresceu em 25 % no período, um aumento médio de 3,57 % ao ano.

4.2 ANÁLISES ESTATÍSTICAS E ECONÔMICAS DAS VARIÁVEIS

Antes de começar os cálculos estatísticos foram necessários alguns ajustes, por exemplo, havia algumas variáveis com valores extremos que estavam desviando o resultado e para corrigir esse efeito, realizou-se um *winsor* a 1% em todas as variáveis exceto a *dummy*, trazendo os valores extremos para o valor limite nesse percentual, isso possibilitou os cálculos da estatística, da correlação e da regressão do modelo.

Outro ajuste necessário foi feito na variável *TAM* que contém o tamanho das empresas pelo valor do ativo total dessas empresas *i* no tempo *t*, os vários valores muito altos tiveram que ser tratados na forma logarítmica a fim de possibilitar rodar a regressão no *STATA*. Na Tabela 01, a seguir apresentada, consta a estatística descritiva de todas as variáveis que foram utilizadas no modelo.

TABELA 01: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

| Variáveis ^a | Média | Desvio Padrão | 1º Percentil | 25º Percentil | Mediana | 75º Percentil | 99º Percentil |
|------------------------|-------|---------------|--------------|---------------|---------|---------------|---------------|
| RET 90d | 1.41 | 22.05 | -50.92 | -11.36 | 0.00 | 12.07 | 84.98 |
| RET 60d | -0.04 | 17.71 | -44.79 | -10.00 | -0.85 | 8.17 | 71.70 |
| RET 30d | -0.84 | 11.81 | -33.33 | -7.51 | -1.15 | 4.77 | 41.73 |
| Dummy GC | 0.47 | 0.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 |
| UE | -0.06 | 7.40 | -39.64 | -0.23 | -0.01 | 0.14 | 42.06 |
| UE GC | -0.01 | 5.40 | -39.64 | -0.00 | 0.00 | 0.00 | 42.06 |
| Risco | 0.85 | 0.88 | -1.19 | 0.31 | 0.76 | 1.26 | 4.32 |
| TAM | 14.92 | 2.00 | 8.82 | 13.70 | 15.02 | 16.18 | 20.57 |
| ROA | -0.71 | 24.26 | -180.10 | -1.00 | 2.60 | 7.00 | 36.10 |
| LPA | -1.43 | 9.50 | -75.14 | -0.07 | 0.14 | 0.42 | 10.82 |

Nota:^a *RET 90d*, *RET 60d* e *RET 30d* é o retorno das empresas para janelas de tempo em torno do prazo de publicação de 90, 60 e 30 dias respectivamente, *UE Unexpected earnings* a Surpresa dos ganhos foi calculada pela diferença entre os lucros do período *t* com os lucros do período *t-4* de todas as empresas *i*, *UE GC Unexpected earnings* Surpresa dos ganhos calculado pela diferença do lucro dos períodos *t* com os do período *t-4* das empresas *i* das empresas que têm governança corporativa, *Risco* calculado partir das oscilações das ações das empresas, *TAM* Tamanho definido pelo valor total do ativo da empresa *i* no período *t*, *ROA* taxa de rentabilidade do ativo, *DummyGC* é uma variável *dummy* atribuiu-se 1 para as empresas em Novo Mercado e Nível 2 e atribuiu-se 0 para as demais empresas, *LPA* é o lucro por ação do trimestre a que se refere a observação.

Fonte: Elaborada pelo autor.

É possível observar na Tabela 1, que as variáveis do retorno das empresas são menores quanto menor é a janela de tempo a que se refere, chegando

a ficar com médias e a mediana negativas, a mediana indica onde esta a maior parte dos valores, ou seja, indica que a maioria dos retornos apurados nos 30 dias próximos do prazo de publicação não negativos e vão melhorando a medida que a janela de tempo aumenta.

A Variável *dummy* das empresas em relação aos segmentos mais exigentes de governança Dummy GC apresenta uma média de 0,47, esse índice nos mostra que pouco menos da metade das observações pertencem a empresas que aderiram aos segmentos de governança corporativa analisados.

A média das surpresas dos lucros, assim como, a média dos lucros por ação do período também ficaram negativas, acompanhando assim o perfil dos retornos.

A seguir na Tabela 02 é apresentada as correlações entre as variáveis.

TABELA 2: CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

| Painel A: Correlação das Variáveis em Relação ao Retorno em 90 dias. | | | | | | | | |
|---|---------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|
| | RET 90d | Dummy GC | UE | UE GC | Risco | TAM | ROA | LPA |
| RET 90d | 1.000 | | | | | | | |
| Dummy GC | 0.0034 | 1.000 | | | | | | |
| UE | 0.0122 | 0.0057 | 1.000 | | | | | |
| UE GC | 0.0313 | -0.0017 | 0.7304 | 1.000 | | | | |
| Risco | -0.0135 | 0.0551 | 0.0152 | 0.0109 | 1.000 | | | |
| TAM | 0.0218 | 0.1151 | -0.0182 | -0.0182 | -0.0029 | 1.000 | | |
| ROA | 0.0725 | 0.0947 | 0.0471 | 0.0218 | -0.1706 | 0.3193 | 1.000 | |
| LPA | 0.1199 | -0.0059 | 0.3469 | 0.2499 | -0.0677 | 0.1052 | 0.2453 | 1.000 |
| Painel B: Correlação das Variáveis em Relação ao Retorno em 60 dias. | | | | | | | | |
| | RET 60d | Dummy GC | UE | UE GC | Risco | TAM | ROA | LPA |
| RET 60d | 1.000 | | | | | | | |
| Dummy GC | -0.0202 | 1.000 | | | | | | |
| UE | 0.0093 | 0.0057 | 1.000 | | | | | |
| UE GC | 0.0367 | -0.0017 | 0.7304 | 1.000 | | | | |
| Risco | -0.0312 | 0.0551 | 0.0152 | 0.0109 | 1.000 | | | |
| TAM | 0.0249 | 0.1151 | -0.0182 | -0.0182 | -0.0029 | 1.000 | | |
| ROA | 0.0721 | 0.0947 | 0.0471 | 0.0218 | -0.1706 | 0.3193 | 1.000 | |
| LPA | 0.0969 | -0.0059 | 0.3469 | 0.2499 | -0.0677 | 0.1052 | 0.2453 | 1.000 |
| Painel C: Correlação das Variáveis em Relação ao Retorno em 30 dias | | | | | | | | |
| | RET 30d | Dummy GC | UE | UE GC | Risco | TAM | ROA | LPA |
| RET 30d | 1.000 | | | | | | | |
| Dummy GC | 0.0089 | 1.000 | | | | | | |
| UE | 0.0525 | 0.0057 | 1.000 | | | | | |

| | | | | | | | | |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|
| UE GC | 0.0630 | -0.0017 | 0.7304 | 1.000 | | | | |
| Risco | -0.0795 | 0.0551 | 0.0152 | 0.0109 | 1.000 | | | |
| TAM | 0.0091 | 0.1151 | -0.0182 | -0.0182 | -0.0029 | 1.000 | | |
| ROA | 0.0450 | 0.0947 | 0.0471 | 0.0218 | -0.1706 | 0.3193 | 1.000 | |
| LPA | 0.1018 | -0.0059 | 0.3469 | 0.2499 | -0.0677 | 0.1052 | 0.2453 | 1.000 |

Nota:^a *RET 90d*, *RET 60d* e *RET 30d* é o retorno das empresas para janelas de tempo em torno do prazo de publicação de 90, 60 e 30 dias respectivamente, *UE Unexpectedearnings* a Surpresa dos ganhos foi calculada pela diferença entre os lucros do período t com os lucros do período t-4 de todas as empresas i, *UE GC Unexpectedearnings* Surpresa dos ganhos calculado pela diferença do lucro dos períodos t com os do período t-4 das empresas i das empresas que têm governança corporativa, *Risco* calculado partir das oscilações das ações das empresas, *TAM* Tamanho definido pelo valor total do ativo da empresa i no período t, *ROA* taxa de rentabilidade do ativo, *DummyGC* é uma variável dummy atribuiu-se 1 para as empresas em Novo Mercado e Nível 2 e atribuiu-se 0 para as demais empresas, *LPA* é o lucro por ação do trimestre a que se refere a observação.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme apresentado na tabela 02, a correlação entre a surpresa do resultado das empresas no Novo Mercado e do Nível 2 dos segmentos de governança é maior que a correlação da surpresa de todas as empresas da amostra com os retornos tanto para 90, 60 e 30 dias, isso indica que essas tendem a acompanhar o melhor o retorno do que as surpresas das demais empresas.

A correlação negativa da variável risco com as variáveis de retorno pode estar ligada ao a grande quantidade de retornos negativos como nos mostram as médias e medianas do retorno na tabela 01.

A correlação entre as variáveis de surpresas “*UEGC*” com as variáveis de retorno *RET 90d*, *RET 60d* e *RET 30d* é positiva e cada vez maior quanto menor é a janela de tempo do retorno, assim, essa correlação sugere uma tendência no aumento do retorno quando a surpresa dos resultados aumenta e esse aumento é maior para quando considerado o retorno mais próximo do prazo de publicação, podendo indicar maior relevância do modelo 3.

Considerando os modelos apresentados, foram geradas três regressões neste trabalho, cada uma delas considerando os diferentes retornos de acordo com as

janelas de tempo a que se referiam. No intuito de tornar o resultado do modelo mais robusto, as regressões foram geradas com efeito fixo por ID e por ANO.

A seguir na tabela 03 estão apresentados o *P value* que indica a significância estatística de cada variável, bem como, os valores dos coeficientes de cada variável dos modelos respectivos às variáveis dependentes *RET 90d*, *RET 60d* e *RET 30d*, bem como os R^2 respectivamente. Ao final da tabela consta também o número de observações presentes no banco de dados.

TABELA 03: REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

| Variáveis Independentes ^b | RET 90d ^a | | RET 60d ^a | | RET 30d ^a | |
|--------------------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| | Coeficientes | P' Value ^c | Coeficientes | P' Value ^c | Coeficientes | P' Value ^c |
| Dummy GC | -3.324481 | 0.360 | -3.406307 | 0.250 | -1.785879 | 0.358 |
| UE | -.154202 | 0.009*** | -.1344719 | 0.005*** | .0166804 | 0.594 |
| UE GC | .1691699 | 0.024** | .191605 | 0.002*** | .0956256 | 0.017** |
| Risco | 1.185699 | 0.002*** | .5413763 | 0.088* | -.0309342 | 0.882 |
| TAM | -3.437033 | 0.000*** | -2.651187 | 0.000*** | -.8643028 | 0.044** |
| ROA | .0303729 | 0.126 | .0364525 | 0.024** | -.0029998 | 0.777 |
| LPA | .142951 | 0.005*** | .0688702 | 0.100* | .038617 | 0.159 |
| Constante | .489692 | 0.004*** | 4.115712 | 0.003*** | 1.327358 | 0.143 |
| R ² | 0.1018 | | 0.0748 | | 0.1059 | |
| Nº de Observações | 6.378 | | | | | |

^a*RET 90d*, *RET 60d* e *RET 30d* é o retorno das empresas para janelas de tempo em torno do prazo de publicação de 90, 60 e 30 dias respectivamente.

^b*UE Unexpected earnings* sou a Surpresa dos ganhos foi calculada pela diferença entre os lucros do período t com os lucros do período t-4 de todas as empresas i, *UE GC Unexpected earnings* sou Surpresa dos ganhos calculado pela diferença do lucro dos períodos t com os do período t-4 das empresas i das empresas que têm governança corporativa, *Risco* calculado partir das oscilações das ações das empresas, *TAM* Tamanho definido pelo valor total do ativo da empresa i no período t, *ROA* taxa de rentabilidade do ativo, *Dummy GC* é uma variável dummy atribuiu-se 1 para as empresas em Novo Mercado e Nível 2 e atribuiu-se 0 para as demais empresas, *LPA* é o lucro por ação do trimestre a que se refere a observação.

Tabela 03: Regressão Linear Múltipla

Fonte: Elaborada pelo autor.

^cP' valor, identificados com *, ** e *** que indicam a significância estatística a 10, a 5 % e a 1 % respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

A partir dos resultados da regressão é possível identificar através dos *P value* que dentre as variáveis de controle, a variável *Risco* apresentou-se significativa para os retornos de 60 e 90 dias sendo a 1% para o esse último, no qual o coeficiente de 0,7932456 positivo, indica quanto o retorno aumenta para cada 1 de aumento do risco,

este resultado vai de acordo com o disposto por Bae, Lim e Wei (2006), que identificaram o risco significativo para grupos empresariais de países emergentes.

A variável TAM, é o tamanho das empresas a que se refere as observações, para tal variável, foi utilizado o valor do ativo total em essa regressão empregou-se o valor logarítmico. Por resultado essa variável apresenta-se significativa para os retornos sendo a 1% para 90 e 60 dias e a 5% para o retorno de 30 dias, os coeficientes negativos indicam que para as observações da amostra quanto maior a empresa menor é o retorno.

A *Unexpected Earnings* (UE) ou a Surpresa de todas as empresas, assim como, os lucros por ação (LPA) foram significativas apenas para os retornos à 90 e à 60 dias, nenhuma das duas variáveis foram estatisticamente significativas para explicar o retorno à 30 dias, mas os coeficientes foram negativos para a surpresa do lucro e positivos para os lucros por ação, o retorno aumenta em relação ao aumentos dos lucros mas diminui a medida que esse lucro se distânciava do lucro esperado.

Esses efeitos no retorno, do lucro das empresas no período e dos lucros inesperados conciliam-se aos encontrados por Liu e Thomas (2000) no trabalho em que investigaram a relação entre retorno inesperado e lucros esperados, trabalho que se estendeu na relação entre retorno esperado e ganhos inesperados, os autores também utilizaram o ERC nesta pesquisa.

A variável Dummy GC, não foi estatisticamente significativa em nenhum dos modelos, dispensando a sua análise.

O teste do *Pvalue* da variável *UE GC*, que é a variável de interesse do modelo proposto neste estudo, indica com significativa a 5% para os retornos de 90 e 30 dias, a 1 % para o retorno de 60 dias que a surpresa das empresas com segmentos de

governança corporativa mais exigentes da Bovespa como o Novo mercado e o Nível 2 têm efeito na variável explicada (retorno). Os *Pvalues* desta variável indicam então, que as surpresas nos lucros das empresas de interesse são significativas para explicar a reação do mercado sobre essas empresas.

De acordo com os achados de Collins e Kothari (1989) e de Easton e Zmijewski (1989) o coeficiente do *UE GC* sendo significativo, implica em dizer que a surpresa dos lucros das empresas de interesse (empresas pertencentes aos segmentos do Novo Mercado e Nível 2) tem efeito no retorno destas empresas.

Os coeficientes da variável *UE GC* foram positivos em 0,1691699, 0,191605 e 0,0956256 em relação aos retornos de 90, 60 e 30 dias respectivamente, indicando em quanto aumenta o retorno para cada 1 de aumento na surpresa dos lucros do grupo de empresas que são objeto deste estudo, de acordo com o apresentado por Louder e Behn (1995) este coeficiente de efeito é um indicador da intensidade com que o mercado reage, logo, neste estudo é quanto o retorno aumenta em relação a surpresas dos lucros apresentados pelas empresas analisadas.

Em conjunto, o *P value* e os coeficientes da surpresa dos lucros das empresas nos mais exigentes níveis de governança, reportam como resultado que há indícios de que as empresas nos segmentos de governança corporativa a que se referem, têm efeito significativo e positivo na reação do mercado quando da divulgação das surpresas dos lucros, ou seja, dos resultados inesperados.

Este resultado, conforme os apontados pelos estudos de Klormendi e Lipe (1987) e Dechow, Ge e Schrand (2010), implica em que as características de governança corporativa apresentem resultados de maior qualidade, cujas motivações são por estes trabalhos apresentadas.

Os resultados desta pesquisa indicam maior qualidade dos ganhos contábeis das empresas nos segmentos do novo mercado e do nível 2 de governança corporativa da Bovespa, que apresentam mais instrumentos de controle e características mais exigentes de governança às empresas que desses segmentos participam.

Assim apontam os resultados dos autores que investigaram os efeitos desses instrumentos e características em relação a qualidade dos ganhos, como por exemplo, por Klein (2002), Garcia *et al.* (2009) e Farber (2005) que constataram relação do conselho de administração, os procedimentos internos de controle, a participação acionária com a qualidade dos lucros e de acordo com Gonzáles e Garcia-Meca (2013) a redução na manipulação de resultados em relação a atuação dos conselhos nas empresas.

Bem como, a redução das provisões discricionárias em relação a estrutura da propriedade e a frequência das reuniões dos conselhos por Gulzar e Wang (2011); no estudo de Hamid *et al.* (2014) que encontraram características de governança como independência administrativa e a atuação dos conselhos como significativas para gerenciamento de resultados.

E ainda em conformidade com os resultados deste estudo temos as constatações de Dechow, Ge e Schrand (2010), estes, verificaram que a predominância de um tipo de acionista, a independência da gestão os mecanismos de controle interno, são características dos níveis mais exigentes de governança determinantes para qualidade dos ganhos.

O fato da variável UE GC ser significativa para os retornos das três janelas de tempo a que se referiam, os coeficientes serem positivos e com valores próximos fortalece o resultado desse estudo, ao apresentar o mesmo efeito, indicando que os

lucros produziram efeito na reação positiva no retorno independente do prazo a que correspondiam.

O resultado encontrado confirma a o disposto por Dechow, Ge e Schrand (2010) de que a governança corporativa é determinante para a qualidade dos ganhos, assim como, confirma a hipótese apresentada para esta pesquisa:

Os instrumentos de proteção ao investidor e demais exigências dos diversos segmentos mais exigentes de governança da Bovespa aumentam a confiança dos investidores nos resultados apresentados pelas empresas, para a literatura, essa confiança está associada à maior qualidade da informação contábil, logo, qualidade dos ganhos apresentados.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

A literatura tem discutido os fatores relacionados à qualidade dos ganhos, buscando descobrir como aumentar esse atributo das informações contábeis, bem como identificar quando ou quais informações têm mais qualidade. Conseqüente, apresenta em alguns estudos em que os modelos de governança corporativa têm relação com a qualidade dos resultados apurados, bem como apresenta pesquisas que atribuem ao *earnings response coefficients* condições de ser indício conseqüente desta qualidade.

Destarte esta pesquisa dedicou-se a investigar o efeito e a intensidade da reação dos investidores na divulgação das informações contábeis, enquanto rastro de qualidade dessas informações, uma vez que refletem o grau de confiança e utilidade nelas depositadas, a fim de verificar quanto os segmentos mais exigentes de governança propostos pela Bovespa afetam a qualidade dos resultados prestados pelas empresas que a esses segmentos aderem.

Na aplicação deste estudo no Brasil foi utilizado enquanto variável dependente o retorno das empresas em janelas de tempo, estas janelas foram de 90, 60 e 30 dias, sendo respectivas de 45 dias antes até 45 dias depois do prazo de publicação, de 30 dias antes até 30 dias depois do prazo de publicação e de 15 dias antes até 15 dias depois do prazo de publicação, ou seja, cada vez menor e mais próxima do prazo de publicação.

Uma vez que foi adotado trabalhar com o retorno em três janelas de tempo diferentes e sendo esta a variável explicada do modelo aplicado neste trabalho foram

feitas três regressões, não houve diferenças nas demais variáveis, uma vez que o intuito era investigar o efeito da surpresa dos lucros das empresas com níveis mais exigentes de governança no retorno, variável essa correspondente a trez períodos de tempo para identificar se haveria diferença nos resultados em relação ao período a que se referia o retorno.

Na regressão do modelo proposto para este estudo, a variável de interesse (UE GC) apresentou os *P values* de 0,024, para o retorno de 90 dias, de 0,002 para o retorno de 60 dias e 0,017 para o retorno de 30 dias, ou seja, estatisticamente significativa para explicar retorno em qualquer dos tempos a que se referia, portanto sugere que os níveis mais exigentes de governança corporativa têm efeito na reação dos investidores.

E os coeficientes 0,1691699 para o retorno de 90 dias, de 0,191605 para o retorno de 60 dias e 0,0956256 para o retorno de 30 dias indicam quanto retorno aumenta para cada 1 de aumento na surpresa dos lucros das empresas no novo mercado e no nível 2 de governança, sendo esta a intensidade e o sentido com que o mercado reage.

Neste caso o mercado reage positivamente mais forte na divulgação dos resultados destas empresas, de acordo com a literatura apresentada, esse tipo de reação indica que o mercado confia mais nas demonstrações destas empresas o que é rastro de maior qualidade das informações contábeis nelas apresentadas.

Portanto, os resultados confirmam a hipótese H1 deste trabalho de que os investidores reagem com mais força aos lucros anormais das empresas que aderem aos níveis mais exigentes de governança da Bovespa, permitindo concluir que na percepção dos investidores a governança corporativa aumenta a qualidade das informações contábeis.

As limitações do presente trabalho estão relacionadas com a dificuldade da informação das datas de divulgação dos demonstrativos contábeis em um banco de dados porque, na falta dessa informação, esta pesquisa considerou janelas de tempo que torna a informação do retorno estimada e não precisa na aplicação do modelo.

Como sugestão para trabalhos futuros, caberia comparar o resultado desta pesquisa com o efeito de governança na qualidade dos ganhos também pelo coeficiente de resposta aos lucros em outros países, bem como se na amostra houver empresas com ações em outras bolsas se esse efeito se repete nesse outro mercado.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, Gustavo Amorim; TEIXEIRA, Aridelmo José C.; COSTA, Fábio Moraes da; NOSSA, Valcemiro. Efeitos da adesão aos níveis de governança da bolsa de valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. **ASAA - Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, n. 1, p. 109-138, 2010.

BAE, Kee-Hong; LIM, Chanwoo; WEI, K. C. John. Corporate Governance and Conditional Skewness in the World's Stock Markets. **The Journal of Business**, v. 79, n. 6, pp. 2999-3028, 2006.

BALL, Ray; KOTHARI, S.P.; ROBIN, Ashok. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 01, p. 1-51, 2000.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings Quality in UK Private Firms. **Working Paper. London Business School and University of Chicago**, 2001.

BARROS, Claudio M. E.; SOARES, Rodrigo O.; FRANCO DE LIMA, Gerlando A. S. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 19, pp. 27-39, 2013.

BEHN, Bruce K.; CHOI, Jong-Hag; KANG, Tony. Audit Quality and properties of analyst earnings forecasts. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 327-349, 2008.

BENETTI, C. Economic implications of corporate financial reporting in Brazilian and European financial markets. **Cahier de Recherche**, n. 2010-11 E2, 2010.

BLACK, Roberto; NAKAO, Sílvia Hiroshi. Heterogeneidade na qualidade do lucro contábil entre diferentes classes de empresas com a adoção de IFRS: Evidências do Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 28, n. 73, p. 113-131, 2017.

BRAUNBECK, Guillermo O. De emendas e sonetos: o mercado quer o rodízio de auditores? In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 8, 2008, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos82008/170.pdf>>. Acesso em: 18 nov. 2009.

COLLINS, D. W.; KOTHARI, S. P. An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients, **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, n. 2-3, pp 143-181, 1989.

COLOMBO, Jéfferson A.; GALLI Oscar C. Governança corporativa no Brasil. Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 11, n. 2-3, 2012.

DECHOW, Patricia; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting & Economics**, v. 50, n. 2/3, p. 344-401, 2010.

EASTON, P.; ZMIJEWSKI, M. Cross-sectional variation in the stock market response to the announcement of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, n. 2-3, p. 117-141, 1989.

ERFURTH, Alfredo Ernesto; BEZERRA, Francisco Antonio. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **Revista Base**, v. 10, n. 1, pp. 32-42, 2013.

FARBER, D. Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter? **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 539-561, 2005.

GARCÍA, Lara, J.; GARCÍA, Osma B.; PENALVA, F. Accounting conservatism and corporate governance. **Review of Accounting Studies**, v. 14, n. 1, p. 161-201, 2009.

GLEASON, C.; MILLS, L. Evidence of differing market responses to beating analysts' targets through tax expense decreases. **Review of Accounting Studies**, v. 13, n. 2-3, p. 295-318, 2008.

GHOSH, Alok; MOON, Doocheol. Audit tenure and perceptions of audit quality. **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 585-612, 2005.

GONZÁLEZ, J. S.; GARCÍA-MECA, E. Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? **Journal of Business Ethics**, v. 121, n. 3, p. 419-440, 2014.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting & Economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GULZAR. M. Awais; WANG.Zongjun. Corporate Governance Characteristics and Earnings Management: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, v. 1, n. 1, p. 133-151, 2011.

HAMID, Fatima Abdul; EDDINE, Chaabane Oussama Housseem; AYEDH, Abdullah Mohamed; ECHCHABI, Abdelghani. Firms financial and corporate governance characteristics association with earning management practices: a meta-analysis approach. **Economic Review – Journal of Economics and Business**, v. 12, n. 2, p. 49-72, 2014.

HUSSAINEY, Khaled. The impact of audit quality em earnings predictability. **Managerial Auditing Journal**, v. 24, n. 4, p. 340-351, 2009.

JINDRICOVSKA, Irena. Earnings Response Coefficients in the Czech Market. **School of Management and Business**, Aberystwyth, Research Papers Copyright 2001.

KASZNIK, R.; MCNICHOLS, M. Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 727-759, 2002.

KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 375-400, 2002.

KORMENDI, R.; LIPE, R. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. **Journal of Business**, v. 60, n. 3, p. 323-345, 1987.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004. Dissertação de Mestrado da Universidade de São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11022005-094807/pt-br.php>>. Acesso em: 03 fev. 2018.

LEE, C. M. C. Accounting-Based Valuation: impact on business practices and research. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 413-425, 1999.

LEV B.; RADHAKRISHNAN S. The Measurement Of Firm-Specific Organization Capita. **NBER Working Paper Series**, Massachusetts Avenue, Cambridge, Mar, 2003.

LYRA, Iete Xavier Metzker; MOREIRA, Rafael de Lacerda. Alisamento de resultados nas empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 3, n. 2, p. 78-93, 2011.

LIU, J.; THOMAS, J. Stock returns and accounting earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 71-101, 2000.

LOUDDER, M.; BEHN, B. Alternative income determination rules and earnings usefulness: The case of R&D costs. **Contemporary Accounting Research**, v. 12, n. 1, p. 185-205, 1995.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Listagem em segmentos especiais de governança corporativa e a auditoria minimizam o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais? Evidências do Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 4, p. 98-117, 2011.

MENDONÇA, Mark Miranda; DA COSTA, Fábio Moraes; GALDI, Fernando Caio; FUNCHAL, Bruno. The impact of Sarbanes-Oxley on earnings quality of Brazilian ADR issuers. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 52, p. 1-24, 2010.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.

PIMENTEL, Renê Coppe. Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 26, n. 69, p. 290-303, 2015.

REZENDE, A. J. A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas da Nova e Velha Economia – Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e Seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e Patrimônio Líquido. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, pp. 33-52, 2005.

SCHIPPER, K.; VINCENT, L. Earnings Quality. **Accounting Horizons**, v. 17, p. 97-110, 2003.

TORRES, Damiana; BRUNI, Adriano Leal; RIVERA-CASTRO, Miguel Angel; MARTINEZ, Antonio Lopo. Estrutura de Propriedade e Controle, Governança corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 13, p. 11-34, 2010.

VERGINI, Danielle Paná; GORLA, Marcello Christiano; KLANN, Roberto Carlos. Fatores que influenciam o coeficiente de resposta de ganhos de companhias de listadas na Bmf&Bovespa. In: Congresso Anpcont , 9., 2015, Curitiba-PR. **Anais Eletrônicos...** Curitiba-PR, IX Congresso Anpcont, 2015. Disponível em: <<http://congressos.anpcont.org.br/ix/anais/files/2015-05/mfc291.pdf>>. Acesso em: 04 set. 2017.