

As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros

Does the governance practices reduce the earnings management? Evidences from aversion of earnings loses and decreases

¿Las prácticas de gobernanza corporativa disminuyen la administración de resultados? Evidencias a partir de la aversión en la divulgación de perjuicios y de baja en la ganancia

Pedro Guilherme Ribeiro Piccoli

Doutorando em Administração de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Professor de Finanças da Escola de Negócios da Universidade Federal do Paraná
Endereço: Rua Euzébio da Motta, nº 768, ap. 42, Bairro Alto da Glória
CEP: 80.530-260 - Curitiba/PR – Brasil
Email: pedro.r.piccoli@gmail.com
Telefone: (41) 3078-8780

Alceu Souza

Doutor em Administração de Empresas pela FGV/SP
Professor do Programa de Pós-graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Endereço: Rua Imaculada Conceição, nº 1155, sala 103B, Bairro Prado Velho
CEP: 80215-901 - Curitiba/PR – Brasil
Email: alceu.souza@pucpr.br
Telefone: (41) 3271-1638

Wesley Vieira da Silva

Doutor em Engenharia de Produção pela UFSC
Diretor do Programa de Pós-graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Endereço: Rua Imaculada Conceição, nº 1155, sala 103B, Bairro Prado Velho
CEP: 80215-901 - Curitiba/PR – Brasil
Email: wesley.vieira@pucpr.br
Telefone: (41) 3271-1638

Artigo recebido em 21/01/2014. Revisado por pares em 14/03/2014. Reformulado em 21/03/2014. Recomendado para publicação em 25/03/2014 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 08/04/2014.

Resumo

O artigo avaliou se as práticas preconizadas pelo mais alto nível de governança da Bovespa reduzem o gerenciamento de resultados. Comparando-se o histograma dos resultados trimestrais divulgados pelas companhias pertencentes ao Novo Mercado com a distribuição dos resultados das demais empresas, conclui-se que a discricionariedade na divulgação de prejuízos e de quedas nos lucros é mais pronunciada nas empresas tradicionais, evidenciando que as práticas preconizadas por este nível de governança mitigam, mas não impedem esta discricionariedade. Concluiu-se também que este gerenciamento é mais empregado para evitar a divulgação de prejuízos do que para evitar a divulgação de queda nos lucros.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Governança corporativa. Teoria da agência. Novo mercado.

Abstract

The paper evaluated if the practices professed by the highest level of governance in São Paulo Stock Exchange, Brazil, reduces the earnings management. Comparing the histograms of the quarterly earnings of the companies belonging Novo Mercado with the distribution of earnings released by other companies, we conclude that the discretion for avoiding both earnings losses and decreases are more frequent to traditional companies, evidencing that the practices professed by this level of governance diminishes, but don't avoid this discretion. We also conclude that earnings management are more often employed for avoiding losses than for avoiding earnings decreases.

Keywords: Earnings managemen. Corporate governance. Agency theory. Novo mercado.

Resumen

El artículo ha evaluado si las prácticas preconizadas por el más alto nivel de gobernanza de Bovespa rebajan la administración de resultados. Comparándose el histograma de los resultados trimestrales divulgados por las compañías pertenecientes al *Novo Mercado* con la distribución de los resultados de las demás empresas, se concluye que la discrecionalidad en la divulgación de perjuicios y de rebajas de la ganancia es más acentuada en las empresas tradicionales, lo que evidencia que las prácticas preconizadas por este nivel de gobernanza mitigan, pero no impiden esta discrecionalidad. Se concluye también que esta administración es más utilizada para evitar la divulgación de perjuicios que para evitar la divulgación de rebaja en la ganancia.

Palabras clave: Administración de resultados. Gobernanza corporativa. Teoría de la agencia. Novo mercado.

1 Introdução

O chamado Gerenciamento de Resultado, ou *Earnings Management* refere-se à manipulação, dentro dos limites legais, dos resultados obtidos pela empresa e que acabam por não refletir a melhor apresentação de sua realidade econômico-financeira. Ele é comumente associado a um comportamento oportunista por parte do gestor que utiliza a assimetria informacional em proveito próprio contrapondo-se, neste caso, aos interesses do acionista. Diversos fatores poderiam motivar esse comportamento, como a preservação de seus cargos (SHLEIFER; VISHNY, 1997), o incremento de seus bônus (HEALY, 1995), ou o objetivo de suavizar a variação dos resultados em relação à realidade (LEUZ, 2003).

Subjacente a essas motivações está um conflito de agência no qual o gestor, ao se aproveitar da flexibilidade de alguns princípios contábeis, reporta resultados legalmente aceitáveis, mas distintos da realidade da empresa, induzindo o mercado a interpretações errôneas. Este conflito de interesses entre agentes e acionistas ganhou especial notoriedade nos últimos anos, quando enormes fraudes contábeis foram detectadas em grandes corporações, como Enron, WorldCom, Tyco (ROSA et al, 2010), motivando o surgimento de instrumentos que incrementassem a proteção dos acionistas e *stakeholders* externos, como a Lei SOX.

No caso brasileiro, a criação do Novo Mercado, segmento da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo, Brasil) estabelecido à luz dos mais rigorosos padrões de transparência contábil, atendeu a esse direcionamento. Sendo o *Earnings Management* uma prática adotada pelos gestores para atender a seus interesses em detrimento dos interesses dos proprietários, e sendo o Novo Mercado um instrumento de governança criado para a proteção dos acionistas, deve-se esperar que as práticas de *Earnings Management (EM)* estivessem menos presentes nas empresas listadas em tal segmento. Esta foi a motivação central do presente trabalho.

Neste esforço, utilizou-se a metodologia empregada por Burgsthaler e Dichev (1997) para a detecção de EM, sendo este parametrizado tanto pela aversão à publicação de prejuízos, quanto de resultados inferiores aos observados em períodos anteriores. Assim, foram examinados os resultados publicados entre 2000 e 2013 tanto para as empresas pertencentes ao Novo Mercado quanto para as demais empresas (denominadas no artigo como “tradicionais”). Tais resultados foram submetidos a essa metodologia para verificar se, à luz da Teoria da Agência, a detecção de EM para as empresas pertencentes ao Novo Mercado seria inferior ao observado nas empresas tradicionais.

A relação entre EM e empresas com maiores atributos de governança não é inédito, sendo que vários estudos (WATTS; ZIMMERMAN, 1986; LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003; CORNETT; MCNUTT; TEHRANIAN, 2009; CHAROENWONG; JIRAPORN, 2009) encontraram correlação negativa entre estes construtos. Isto é, quanto maiores os atributos de governança, menores as evidências de EM. Tais estudos, entretanto, adotaram *proxys* na parametrização de governança, como estrutura acionária (WATTS; ZIMMERMAN, 1986) ou tamanho do conselho de administração (CORNETT; MCNUTT; TEHRANIAN, 2009). O presente artigo, no entanto, não utiliza *proxys*. Antes trabalha com o nível de governança propriamente dito e, ao fazê-lo, contribui para avaliar se esse instrumento de governança realmente auxilia na proteção dos interesses dos acionistas ao mitigar as práticas de EM.

A relação entre níveis diferenciados de governança e EM já foi estudada para a realidade brasileira. Martinez (2011) encontrou correlações negativas entre estas variáveis, concluindo que a governança diferenciada diminui a ocorrência de EM, sendo este

parametrizado pela existência de *accruals* discricionários. Por outro lado, Erfurth e Bezerra (2013) ao compararem empresas de diferentes níveis de governança da Bovespa, não conseguiram encontrar evidências de que empresas pertencentes a tais níveis incorram em menores práticas de EM, sendo estas também mensuradas por *accruals* discricionários. Dada a controvérsia dos achados, o presente artigo tem por objetivo aprofundar o entendimento desta relação no mercado brasileiro empregando uma metodologia distinta dessas, mas já utilizada em outros mercados.

Neste contexto, compararam-se os resultados reportados por 125 empresas pertencentes ao Novo Mercado com os resultados de 27 empresas tradicionais entre 2000 e 2013, totalizando 2.961 observações para o primeiro grupo, e 840 observações para o segundo. Os resultados demonstram que a existência de EM é significativamente menor nas empresas pertencentes ao Novo Mercado, em linha com os achados de Martinez (2011), mas à contramão do trabalho de Erfurth e Bezerra (2013), e em conformidade com o previsto pela Teoria da Agência, comprovando que os níveis diferenciados de governança, no Brasil, contribuem para a proteção dos interesses do acionista.

Em seu artigo, Burgsthaler e Dichev (1997) – de agora em diante, BD – também identificam que o uso de EM para evitar a contabilização de prejuízos é mais frequente que o uso para evitar quedas nos lucros. Tais evidências também foram testadas para a amostra brasileira no presente artigo, sendo que os resultados corroboram os achados do estudo citado, constituindo-se em nova contribuição para o entendimento das motivações subliminares a esse fenômeno.

Por fim, este trabalho estrutura-se da seguinte forma: a seção dois apresenta o referencial teórico que fundamenta a pesquisa. Na terceira seção apresentam-se as hipóteses a serem testadas e a metodologia empregada. Na quarta, os resultados são apresentados e discutidos e, por fim, mostram-se as conclusões.

2 Referencial Teórico

Esta seção divide-se em três subseções. A primeira trata da prática de gerenciamento de resultado dentro de parâmetros legais, revisando suas principais motivações. A segunda apresenta a metodologia desenvolvida por BD para a identificação de EM, bem como as replicações da mesma em diferentes mercados. A terceira, por fim, revisa a relação entre EM e Governança Corporativa, relacionando alguns dos principais trabalhos sobre o tema e apresenta a lacuna na literatura que o presente trabalho busca cobrir.

2.1 A Prática do Gerenciamento de Resultados

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2007) define o Gerenciamento de Resultado, ou *Earnings Management* como sendo o julgamento arbitrário na divulgação de resultados objetivando manipular os números apresentados, sem violar os limites prescritos pela legislação contábil e fiscal. Assim, os gestores utilizam-se de brechas e flexibilidades existentes dentro das normas legais para reportar resultados que não traduzam com fidelidade a real situação econômico-financeira da empresa, a fim de obter algum benefício com essa distorção informacional. Em uma definição clássica sobre o tema, Healy e Walen (1999, p. 368) afirmam que:

O gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores usam julgamento sob as informações financeiras e as atividades operacionais para alterar informações financeiras ou iludir alguns investidores sobre o desempenho econômico da companhia ou para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis encontrados.

O tema ganhou especial notoriedade quando grandes empresas como WorldCom, Enron e Tyco incorreram em fraudes contábeis que escandalizaram o mercado e expuseram seus acionistas a enormes perdas patrimoniais (ROSA et al., 2010). A partir de então, o termo *Earnings Management* ficou especialmente associado a práticas oportunistas dos gestores visando a proteção de benefícios próprios em detrimento dos interesses dos acionistas (JIRAPORN et al., 2008).

Neste contexto, a academia também buscou contribuir para o entendimento do fenômeno ao incrementar o número de artigos sobre o tema, propondo mecanismos de identificação de práticas de gerenciamento de resultado. Normalmente, tais modelos focaram-se no estudo de *accruals* discricionários (diferença entre resultados contábeis e financeiros manipulando o valor contábil) para diferentes amostras. Para o mercado brasileiro, destacam-se os trabalhos de Erfurth e Bezerra (2013), Martinez (2001), Tukamoto (2004), Fuji (2004), Cardoso (2005) e Martinez e Cardoso (2006), todos focados na identificação de distintos *accruals* como evidências de EM.

O emprego de *accruals* como *proxy* de EM justifica-se porque a diferença entre o resultado contábil divulgado e o resultado financeiro obtido poderia induzir o mercado ao erro, em conformidade com a definição de EM. Ainda que bastante disseminada, esta metodologia, segundo JIRAPORN et al. (2008), poderia estar equivocada, pois algumas práticas de gerenciamento de resultado tem por finalidade aproximar o lucro reportado do real desempenho financeiro auferido, como demonstram as evidências encontradas nos trabalhos de Subramayan, 1996; Demski, 1998; Arya, Glover e Sunder 2003. Para os autores, tais evidências apoiam o entendimento de que “os gestores utilizam sua discricionariedade para melhorar a capacidade dos lucros refletirem os valores fundamentais” (JIRAPORN et al., 2008, p. 624).

Este entendimento de discricionariedade como antítese de assimetria informacional é pouco ortodoxa na literatura. Alguns estudos comparando práticas de governança e ocorrências de *accruals* tem respaldado esse fato ao identificar que estas variáveis são negativamente correlacionadas (isto é, quanto maiores às práticas de governança, menor a incidência de *accruals*), como demonstram os estudos de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Watts e Zimmerman (1986), Cornett, McNutt e Tehranian (2009), Long, Li e Fu (2010), Ramos e Martinez (2006) e Martinez (2009), sendo estes dois últimos aplicados para o mercado brasileiro.

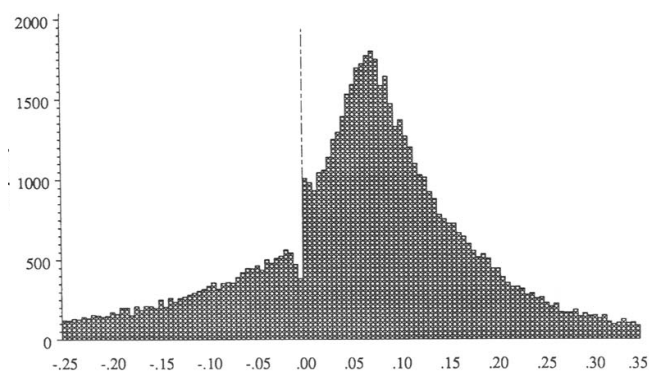
O presente trabalho, no entanto, aborda outra linha metodológica que versa sobre o estudo da distribuição de frequências dos resultados, conforme mencionam Baptista e Martinewski (2007) e Martinez (2013). Dentro desta abordagem, destaca-se o trabalho de Burgsthaler e Dichev (1997) que buscou identificar a ocorrência de EM pelo estudo da frequência com que as empresas reportavam perdas e/ou diminuição de seus lucros. Esta é a metodologia que orienta o presente trabalho e que, por esse motivo, será detalhada a seguir.

2.2 O uso de EM para evitar a Divulgação de Perdas e de Quedas nos Lucros

O trabalho de BD teve por objetivo estudar a ocorrência de EM verificando se os gerentes evitam a divulgação de perdas e de quedas nos lucros. Para tanto, os autores acompanharam a frequência com que se distribuíam as divulgações de resultado, principalmente quanto à ocorrência de pequenas perdas. Segundo eles, em tais casos, os gerentes poderiam utilizar-se de EM para “transformar” pequenas perdas em resultados ligeiramente positivos.

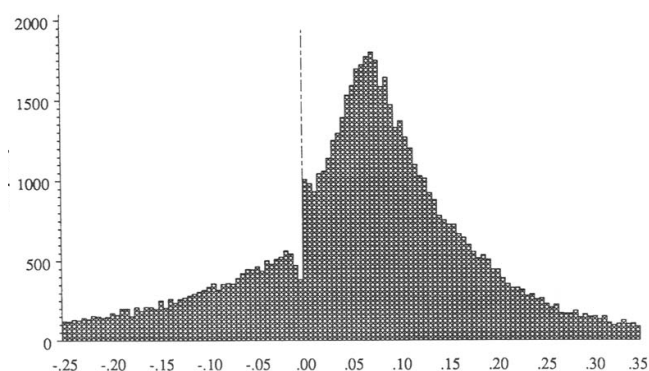
Para tanto, os autores analisaram os resultados obtidos por empresas do setor industrial publicados no período de 1976 a 1994, totalizando 64.666 observações. Estes resultados foram divididos pelo valor de mercado das companhias à época da divulgação. A Figura 1a mostra o histograma das observações no qual percebe-se claramente uma quebra de traçado no ponto referente aos resultados logo abaixo de zero. Ou seja, resultados ligeiramente abaixo de zero ocorrem com uma frequência muito menor do que seria o esperado, dado o comportamento da curva. A este fenômeno os autores denominam “*drop at zero*”. Para eles, este fato seria uma evidência de que os resultados ligeiramente negativos seriam manipulados para tornarem-se ligeiramente positivos.

Figura 1a: Distribuição do lucro líquido ajustado pelo valor de mercado.



Fonte: Burgstahler e Dichev (1997).

Figura 1b: Distribuição das variações do lucro líquido ajustado pelo valor de mercado.



Fonte: Burgstahler e Dichev (1997).

Os autores também verificaram se os gerentes utilizavam-se de práticas de EM para evitar a queda nos lucros de um exercício para outro. Para tanto, eles calcularam a diferença entre dois resultados consecutivos dividindo-os pelo valor de mercado da empresa no período inicial, conforme a expressão: $(\text{Lucro}_t - \text{Lucro}_{t-1}) / \text{VM}_t$. O histograma com a distribuição dos

resultados está representado na Figura 1b. Pode-se observar, novamente, a quebra no traçado próximo a zero, indicando que as empresas, de fato, relutam em publicar quedas nos lucros ($\text{Lucro}_t < \text{Lucro}_{t-1}$), utilizando-se novamente de práticas de EM nesse intuito.

Outra conclusão a que os autores chegaram foi que estas práticas mostraram-se mais intensas para evitar a publicação de prejuízos do que para evitar a publicação de quedas nos lucros. Para os autores, esta atitude encontra respaldo no princípio de aversão à perda da Teoria do Prospecto de Kahneman e Tversky (1979). Este princípio afirma que o sentimento de perda associado a um determinado valor é cerca de duas vezes mais intenso que o sentimento de ganho para o mesmo valor. Logo, a divulgação de prejuízos traria uma carga informacional particularmente intensa para o mercado, incentivando os gestores a incorrer em EM para preservar seus interesses.

Vários estudos replicaram a metodologia de BD para diferentes países, como os trabalhos de Coppens e Peek (2005), para países europeus, Suda e Shuto (2003) para o mercado japonês, Holland e Ramsay (2003) para companhias australianas, Charoenwong e Jiraporn (2009), para empresas da Tailândia e Singapura, sendo que todos eles encontraram evidências de EM, corroborando aos achados de BD

Em outro trabalho de grande impacto, DeGeorge, Patel e Zeckhauser (1999), utilizando-se do conceito de descontinuidade na divulgação de resultados da pesquisa de BD, propõem um modelo para explicar de que maneira a aversão às divulgações de perdas e de queda nos lucros influenciam a prática de EM. Além destas variáveis, os autores identificaram o uso destas práticas também com o objetivo de divulgar resultados semelhantes aos esperados pelos analistas.

À luz daquele trabalho, Burgstahler e Eames (2003), investigaram qual o comportamento de EM por parte dos agentes quando os analistas projetavam pequenos prejuízos ou pequenas diminuições nos lucros. Os autores encontraram evidências de que, em tais situações, as empresas utilizam-se de práticas de EM para evitar perdas e quedas nos lucros, contrapondo-se às previsões dos analistas. No entanto, quando tais previsões são de ganhos, elas tendem a segui-las.

A medição de EM por meio das descontinuidades nos histogramas de resultados é ainda controversa na literatura. Durtschi e Easton (2005, 2009), por exemplo, alegam que tais descontinuidades são fruto de vieses no escalonamento dos dados pelo valor de mercado, desaparecendo quando os resultados são escalonados pelos Ativos Totais, por exemplo. Já Beaver, McNichols e Nelson (2007) alegam que tais descontinuidades são em sua maior parte explicadas pela diferença na tributação de resultados positivos e negativos, sendo que práticas de EM assumiriam papel secundário como variável explanatória. No entanto, ao replicar a metodologia proposta por Durtschi e Easton (2005) para resultados trimestrais, Jacob e Jorgensen (2007) encontram resultados em linha com o entendimento de que as descontinuidades são oriundas de práticas de EM. O trabalho de Donelson, McInnis e Mergenthaler (2013) fornece uma interessante abordagem metodológica sobre o tema. Os autores delimitam sua amostra a empresas obrigadas judicialmente a rerepresentar seus resultados em virtude de violações aos GAAP, comparando os histogramas antes e após a correção. Os autores encontram descontinuidades nos histogramas dos resultados destas empresas *ex-ante* correção, sendo que, tais descontinuidades desaparecem *ex-post*, indicando uma relação entre descontinuidades e EM.

Neste sentido, o presente trabalho também busca contribuir para o esclarecimento deste impasse ao comparar os resultados de dois grupos distintos de empresas separados por

sua pertença ao Novo Mercado. Isso porque, eventuais diferenças nas descontinuidades dos respectivos histogramas estariam associadas a diferenças de governança, dado que essa é a principal variável que distingue tais grupos. Por outro lado, se as descontinuidades são fruto de vieses de escalonamento ou taxaço, espera-se que elas sejam semelhantes para os dois grupos.

Além disso, o presente trabalho, ao procurar responder a essa pergunta, tem como objetivo contribuir também para a verificação da efetividade das práticas de governança preconizadas pelo Novo Mercado para mitigar o EM.

2.3 A Governança como forma de coibir a prática de EM

Conforme citado anteriormente, a prática de EM está ancorada em alguns dos pressupostos da Teoria da Agência, conforme o trabalho seminal de Jensen e Meckling de 1976. O trabalho destes autores está centrado no entendimento da relação entre o agente e o principal na organização. Os autores definem tal relacionamento como um contrato em que o principal (acionista) delega ao agente (gestor) a tarefa de desempenhar uma função em seu favor que envolve a delegação de autoridade. Dessa forma, é de se supor que os agentes poderiam agir de forma oportunista ao buscar a defesa de seus interesses pessoais em detrimento do interesse do principal (acionista), pelo qual foram contratados. As práticas de EM, portanto, iriam justamente neste sentido.

Uma forma de atenuar esses conflitos de agência seria proporcionar que os agentes detivessem um grande número de ações alinhando, com isso, seus interesses aos dos demais acionistas, conforme defendido por Fama e Jensen (1983) e Jensen e Meckling (1976). A partir deste princípio alguns estudos como o de Garcia e Sanchez-Ballesta (2009); Long, (2010), Leuz (2003), identificaram que há relação negativa entre a concentração de capital pelos gestores e as práticas de EM. No entanto, Dechow, Sloan, Sweeny (1995), Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Jiraporn et al. (2008) encontraram correlações positivas entre estas dimensões. O mesmo resultado foi obtido por Silveira (2006) em um estudo para o mercado brasileiro, fazendo com que o tema se mantivesse controverso e colocando em xeque a variável concentração de ações por parte dos executivos como *proxy* de governança.

Um instrumento já mais amplo para a redução dos conflitos de agência são as práticas de governança corporativa. Carvalho (2002) define governança como o conjunto de princípios que regem o processo decisório de uma empresa fazendo com que o controle atue em benefício das partes que detêm os direitos legais sobre a companhia. Neste caso, empresas que aderem a essas práticas devem incorrer em um volume menor de conflitos de agência, visto que a governança tenderá a inibir comportamentos oportunistas por parte dos agentes. No que tange ao EM, portanto, espera-se que empresas pertencentes a níveis de governança mais elevados tenham sua discricionariedade diminuída se comparada a empresas não pertencentes a estes níveis.

Esta relação entre EM e práticas de governança corporativa foi testada em diversos trabalhos (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003; CHANG, FANG, TSENG, 2007; CORNETT, MCNUTT, TEHRANIAN, 2009) que encontraram correlação negativa entre ambas. Para o mercado brasileiro, destacam-se os trabalhos de Ramiro e Matrinez (2006) e Martinez (2009), que corroboraram com os achados citados, permitindo a inferência de que a adoção das práticas ditadas pelos níveis mais elevados de governança realmente mitigam o comportamento oportunista de EM. No entanto, o trabalho de Erfurth e Bezerra (2013) não

encontrou evidências de que níveis diferenciados de governança resultem em menores práticas de EM. O presente estudo também adota este desenho, inovando ao empregar a metodologia de BD para o mercado brasileiro. Seus resultados fornecem novas evidências para a compreensão do fenômeno de EM, cuja produção local ainda é incipiente, conforme mencionado por Rosa et al. (2010) e Martinez (2013), ao mesmo tempo que submete a novos testes as práticas de governança do Novo Mercado a fim de provar sua eficácia em reduzir os conflitos de agência.

Outra evidência interessante é fornecida pelo trabalho de Chen et al. (2010). Nele, os autores apresentam um estudo longitudinal da frequência de práticas de EM para evitar prejuízos, evitar divulgação de queda nos lucros e reportar lucros que se aproximem das estimativas dos analistas. O artigo apresenta evidências de uma forte diminuição na prática de EM, medidas também pelas descontinuidades nos histogramas de resultado, a partir de 2002, ano que a Lei SOX foi promulgada. Tais resultados indicam que instrumentos mais aprimorados de governança impactam no uso de EM por parte dos agentes.

3 Desenho e Metodologia de Pesquisa

Conforme citado anteriormente, o trabalho de BD identificou que, de maneira geral, os gestores tendem a recorrer a práticas de EM para evitar reportar tanto prejuízos como quedas nos lucros auferidos pelas empresas, em claro conflito de agência. Considerando que as ferramentas de governança corporativa tendem a inibir tais conflitos, é de se esperar que a detecção de EM nas situações identificadas por BD sejam menores em empresas que adotem tais práticas. Destes princípios emergem as primeiras hipóteses de pesquisa, construídas da seguinte forma:

H1: A frequência de EM para evitar prejuízos nas empresas pertencentes ao Novo Mercado foi inferior à observada em empresas não pertencentes a este grau de governança.

H2: A frequência de EM para evitar queda nos lucros nas empresas pertencentes ao Novo Mercado foi inferior à observada em empresas não pertencentes a este grau de governança.

Tais hipóteses, se comprovadas, terão duas implicações: 1ª) as práticas de governança preconizadas pelo Novo Mercado se demonstrariam instrumentos eficazes na diminuição dos conflitos de agência, protegendo os interesses do acionista; 2ª) a corroboração da metodologia de BD como forma de identificação de EM, em contraposição ao proposto por Durtschi e Easton (2005, 2009).

A metodologia adotada por este estudo permitirá também verificar se, conforme os achados de BD, a utilização de EM é mais intensa para evitar perdas do que para evitar quedas nos lucros, conforme expõe H3:

H3: A utilização de EM é mais frequente para evitar perdas do que para evitar quedas nos lucros

Conforme citado anteriormente, o objetivo que norteia o trabalho é verificar se as práticas de governança do Novo Mercado inibem os conflitos de agência, de acordo ao exposto em H1 e H2. Neste sentido, a população pesquisada compreendeu as ações ON

listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, obtidas pelo banco de dados do Economática, e que apresentavam liquidez superior a 0,01% em março de 2013, quando os dados foram coletados, resultando num total de 170 ativos. A exclusão das ações preferenciais desta população teve por objetivo não enviesar a pesquisa, uma vez que as companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações do tipo ordinária. Já a delimitação de ações com liquidez acima de 0,01% também teve por objetivo evitar desvios metodológicos, uma vez que a inclusão de ativos pouco representativos poderiam prejudicar a generalização deste estudo.

Para a verificação de H1, utilizou-se o índice L/P (Lucro por Ação/Preço da ação) ao final de cada trimestre, entre o 1º trimestre de 2000 e o 4º trimestre de 2012, totalizando 3.701 observações. Tal índice foi extraído do software Economática disponível no item “indicadores de mercado”. Os valores foram ajustados pela inflação e pela distribuição de proventos ao longo do período.

A escolha de trabalhar com os dados trimestrais, diferentemente do estudo seminal de BD que empregou dados anuais, justifica-se pelo incremento do número de observações, aprimorando a representatividade dos resultados encontrados.

Para a verificação de H2, o presente estudo analisou os lucros líquidos trimestrais divulgados por estas companhias no período acima citado. A fim de evitar vieses de sazonalidade, as comparações entre os lucros líquidos foram realizadas para os mesmos trimestres de anos subsequentes. Tais informações também foram extraídas da base de dados do Economática, tendo sido ajustadas pela inflação no período. Também desta base de dados foram extraídos os preços de fechamento trimestral dos referidos ativos. Estes preços foram ajustados pelos proventos distribuídos e pela inflação no período.

Tendo as informações do resultado e do preço trimestral das empresas, calculou-se a variação dos resultados trimestrais ajustados pelo valor de mercado da companhia, da seguinte forma:

$$Var = \frac{LPA_{T,J} - LPA_{T,J-1}}{P_{T,J-1}} \quad (1)$$

Sendo:

Var: Variação do resultado

$LPA_{T,J}$: Lucro por ação no trimestre T do ano J, sendo T = 1, 2, 3 ou 4

$LPA_{T,J-1}$: Lucro por ação no trimestre T do ano anterior a J, sendo T = 1, 2, 3 ou 4

$P_{T,J-1}$: Preço da ação no trimestre T do ano anterior a J, sendo T = 1, 2, 3 ou 4

Deve-se ressaltar que, diferente da metodologia adotada por BD e por vários estudos relacionados à EM, não foram excluídas desta amostra empresas do setor financeiro. A comum exclusão desta indústria em tais estudos, normalmente é justificada pelo fato deste setor já estar sujeito a forte regulação. No entanto, as recentes fraudes identificadas em empresas deste setor no mercado brasileiro, fez-nos optar por manter tal setor na amostra, dada convergência com o objeto de estudo do artigo. Além disso, outros trabalhos já empregaram a mesma metodologia exclusivamente para o setor bancário, como Sehn e Chin (2005), encontrando resultados semelhantes aos de BD, legitimando a inclusão de tal setor neste trabalho.

Por fim, a amostra foi dividida em dois grupos de acordo com a pertença das empresas ao Novo Mercado em relação obtida a partir do site da Bovespa. O grupo restante, cujas empresas foram denominadas “Tradicionais” foi composto por companhias com nenhum nível de governança, ou pertencentes aos níveis 1 e 2 de governança, excluindo-se aquelas detentoras de ADRs. Isso porque tais empresas, mesmo não pertencendo ao Novo Mercado, adotam rigorosas práticas de governanças para que possam ser listadas no mercado norte-americano. Já a escolha por incluir neste grupo as empresas pertencentes aos menores graus de governança justificou-se pelo reduzido número de empresas que o compõem, pois a retirada destas resultaria em um grupo pouco representativo. Tal medida, no entanto, não enviesa os resultados encontrados. Pelo contrário, mostra-se desfavorável às hipóteses levantadas pelo trabalho, robustecendo seus achados.

A seguir, os dados serão analisados mediante a apresentação e consequente avaliação das hipóteses propostas.

4 Resultados e Discussão

As estatísticas descritivas revelaram dois *outliers* no grupo Tradicional, quais sejam: Agrenco (AGEN11) e Refinaria de Petróleo Manguinhos (RPMG3), ambas em estágio pré-falimentar. Com isso, o grupo do Novo Mercado permaneceu composto por 125 empresas totalizando 2.961 observações, enquanto o grupo de empresas tradicionais totalizou 27 empresas e 840 observações.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas para os dois grupos em cada um dos testes realizados. Percebe-se que o desvio padrão dos índices L/P reportados pelos dois grupos foi bastante semelhante, havendo maior discrepância entre a média dos dois grupos. Tal fato pode ser indicativo de que o mercado, de maneira geral, atribui um valor maior às empresas pertencentes ao nível mais elevado de governança, dado que o índice L/P é visto pelo mercado como um indicador de quão “barato” está o ativo. Para o teste 2, no entanto, verifica-se que o desvio padrão das variações dos lucros das empresas tradicionais é bastante superior ao das empresas do Novo Mercado. Este comportamento pode ser devido a uma composição maior de empresas cíclicas ao primeiro grupo, ou mesmo um indicativo de práticas mais frequentes de EM por estas empresas. Esta análise comparativa, no entanto, só será possível com os testes que se seguem.

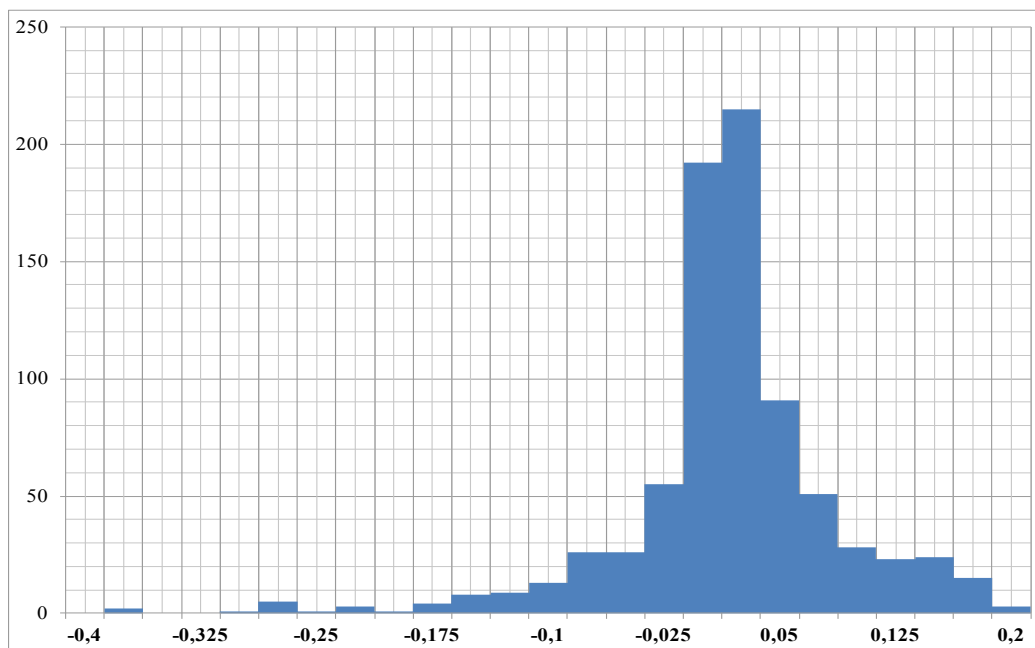
Tabela 1 - Estatísticas descritivas para os dois grupos em cada um dos testes

Estatística	Teste 1: Índice L/P		Teste 2: Índice $(LPA_{T,J} - LPA_{T,J-1}) / P_{T,J-1}$	
	Tradicional	Novo Mercado	Tradicional	Novo Mercado
Menor	-3,25	-6,75	-4,56	-1,77
Maior	2,40	1,03	4,94	3,38
Desvio-padrão	0,337	0,285	0,435	0,150
Média	-0,004	0,017	0,022	0,005

Fonte: Dados da pesquisa.

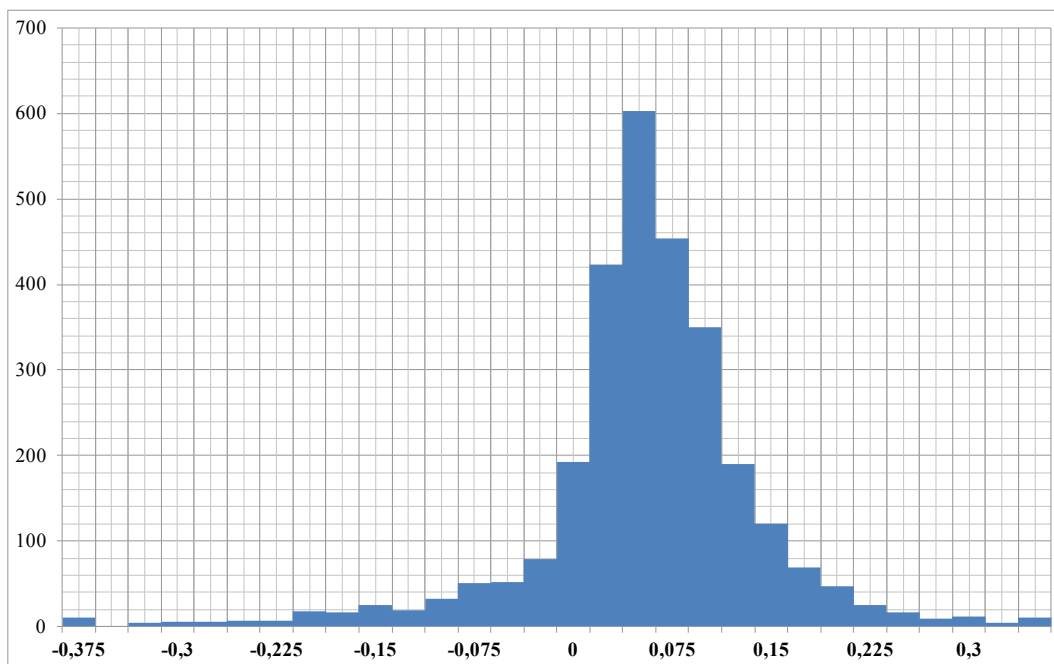
As observações dos índices L/P das empresas tradicionais e do Novo Mercado foram plotados em dois histogramas com intervalos de 0,025 entre -0,40 e 0,35, conforme mostram as Figuras 2 e 3:

Figura 2 - Distribuição do índice L/P reportado pelas empresas tradicionais



Fonte: Dados da pesquisa.

Figura 3 - Distribuição do índice L/P reportado pelas empresas do Novo Mercado



Fonte: Dados da pesquisa.

Ao analisar estas figuras, percebe-se uma assimetria particularmente pronunciada na distribuição dos resultados das empresas tradicionais (Figura 2). Essa assimetria demonstra-se por um número particularmente baixo de observações nos intervalos imediatamente à esquerda de zero (ligeiramente negativos) se comparado com as observações dos intervalos

imediatamente a direita de zero (ligeiramente positivos). Esta análise indica a existência de EM para evitar perdas nas empresas tradicionais, em conformidade com os achados de BD.

Observado a Figura 3, percebemos que esta assimetria também se faz presente no grupo de empresas do Novo Mercado, denotando que também tais empresas incorrem em EM para evitar perdas. Deve-se observar, no entanto, que a assimetria da Figura 2 nos intervalos adjacentes a zero é particularmente acentuada se comparada com a assimetria da Figura 3. Tal fato indica que as empresas tradicionais realmente incorrem com uma frequência muito maior ao uso de EM para evitar reportar perdas, se comparadas a empresas do Novo Mercado, validando, qualitativamente, H1.

Para o teste quantitativo de H1, BD propõem a operacionalização do conceito de suavidade da curva a partir do número esperado de observações, que por sua vez é definido como sendo a média entre o número de observações dos dois intervalos adjacentes, conforme mostra a Equação 2:

$$EQ_i = \frac{AQ_{i-1} + AQ_{i+1}}{2} \quad (2)$$

Onde:

EQ_i : Valor esperado do número de observações no intervalo i

AQ_{i-1} : Número de observações no intervalo anterior ao intervalo i

AQ_{i+1} : Número de observações no intervalo posterior ao intervalo i

Segundo BD, a hipótese de que a distribuição dos resultados é suave é testada pela comparação entre a frequência de observações esperadas (EQ) em dado intervalo e o número das observações constatada (AQ) no referido intervalo, ajustada pelo desvio padrão da diferença conforme a Equação 3:

$$EM = \frac{AQ_i - EQ_i}{SD} \quad (3)$$

Onde:

EM: *Earnings Management*

EQ_i : Valor esperado do número de observações no intervalo i

AQ_i : Número de observações no intervalo i

SD: Desvio-padrão das diferenças entre AQ e EQ

Como a verificação de EM deverá ser realizada para os intervalos adjacentes a zero, a hipótese H1 será testada quantitativamente pela aplicação da Equação 3 a estes intervalos (0-1 e 0+1). A confirmação de H1 se dará caso $EM < 0$ no intervalo à esquerda de zero, demonstrando que o número de observações esperado foi inferior ao observado. Já, se $EM > 0$ no intervalo à direita de zero, então o número de observações esperado foi superior ao observado, o que também confirmaria H1. Estes dois fatores denotariam que houve uma “migração” de observações pertencentes ao intervalo imediatamente a esquerda de zero (-0,025, 0,00) para o intervalo imediatamente a direita de zero (0,00, 0,025). Ao empregar a fórmula acima para tais intervalos, os seguintes resultados foram encontrados para os dois grupos:

Tabela 2 - Valores calculados de EM para os pontos adjacentes a zero dos grupos Tradicional e Novo Mercado

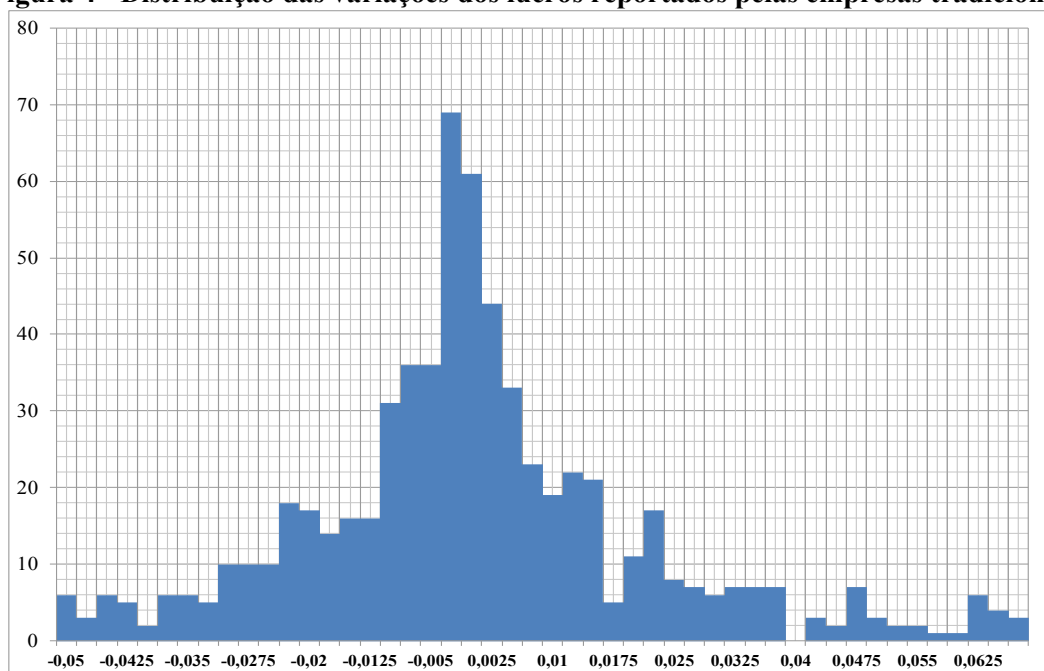
Intervalo	Tradicional			Novo Mercado		
	AQ	EQ	EM	AQ	EQ	EM
0-1	55	109	-2,226	192	251	-1,586
0+1	192	135	2,349	423	397,5	0,685

Fonte: Dados da pesquisa.

Tais valores corroboram com as observações realizadas para as Figuras 2 e 3. Primeiramente, como $EM_{0-1} < 0$ e $EM_{0+1} > 0$ nos dois grupos, comprova-se que há EM para a amostra selecionada. Além disso, a diferença entre os valores de EM para os dois grupos denotam que tal prática é mais frequente para as empresas tradicionais que para as pertencentes ao Novo Mercado. Neste sentido, vale notar que o número de observações constatado (AQ) no intervalo 0-1 foi de 50% em relação ao esperado (EQ) para as empresas tradicionais, enquanto que esse valor foi de 76% para as empresas do Novo Mercado. Para o intervalo 0+1, por sua vez, o número de observações constatado foi de 142% em relação ao esperado pelas empresas tradicionais, e de 106% para as empresas do Novo Mercado. A partir de tais resultados, constata-se que H1 foi comprovada, isto é, as empresas não pertencentes ao Novo Mercado recorrem mais comumente à práticas de EM se comparadas às empresas do Novo Mercado.

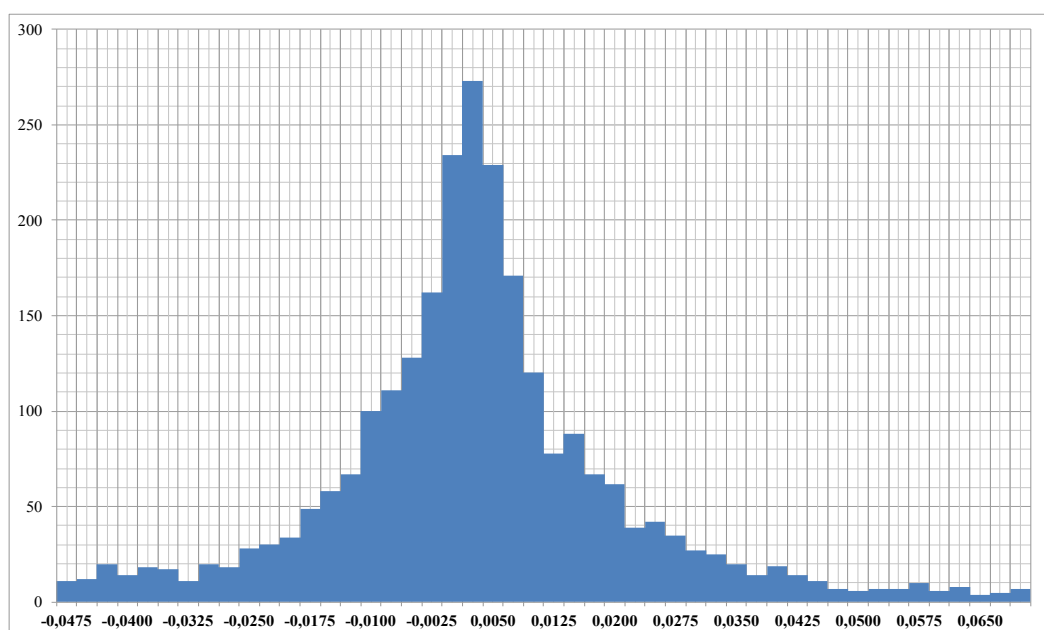
Analisando, agora, H2. As variações dos lucros ajustadas pelo valor de mercado calculadas pela equação 1 foram plotadas em dois histogramas com intervalos de 0,0025 entre -0,0475 e 0,060, conforme mostram as Figuras 4 e 5.

Figura 4 - Distribuição das variações dos lucros reportados pelas empresas tradicionais



Fonte: Dados da pesquisa.

Figura 5 - Distribuição das variações dos lucros reportados pelas empresas do Novo Mercado



Fonte: Dados da pesquisa.

A análise destas figuras demonstra novamente uma forte assimetria na distribuição dos resultados das empresas tradicionais (Figura 4) para os intervalos à esquerda do ponto zero, indicando que tais empresas também adotam EM para evitar a publicação de quedas em seus lucros. A Figura 5, que reflete a distribuição para as empresas pertencentes ao Novo Mercado, no entanto, revelam forte simetria no histograma, não permitindo concluir qualitativamente se, para este grupo, existem evidências de EM para evitar quedas em seus lucros. Tais observações, porém, são suficientes para concluir, qualitativamente, que as empresas tradicionais de fato adotam práticas de EM para evitar perdas com uma frequência muito maior que as pertencentes ao Novo Mercado, conforme atesta H2.

O teste quantitativo desta hipótese foi realizado empregando-se a mesma metodologia acima referenciada para H1. Utilizando as expressões (3) e (4) para as referidas distribuições, foram obtidos os seguintes resultados:

Tabela 3 - Valores calculados de EM para os pontos adjacentes a zero dos grupos Tradicional e Novo Mercado

Intervalo	Tradicional			Novo Mercado		
	AQ	EQ	EM	AQ	EQ	EM
0-1	36	52,5	-3,108	162	181	-1,916
0+1	69	48,5	3,862	234	217,5	1,664

Fonte: Dados da pesquisa.

Novamente os resultados revelam a ocorrência de EM para a amostra, posto que $EM_{0-1} < 0$ e $EM_{0+1} > 0$ em ambos os grupos. Outra constatação é de que, à semelhança do ocorrido no teste de EM para evitar perdas, a frequência do gerenciamento de resultados foi maior para as empresas não listadas no Novo Mercado, em função da magnitude de EM apresentados na Tabela 3. Além disso, para o grupo do Novo Mercado, o número de observações no intervalo

imediatamente à esquerda de zero (AQ_{0-1}) foi de 90% das observações esperadas (EQ_{0-1}). Já para o grupo de empresas não pertencentes ao novo mercado, o número de observações em AQ_{0-1} foi de 69% do intervalo esperado (EQ_{0-1}), reforçando a conclusão de que empresas não pertencentes ao Novo Mercado recorrem com mais frequência ao gerenciamento de resultados para evitar a divulgação de quedas em seus lucros, comprovando H2.

Além disso, para as empresas do Novo Mercado, o número de observações no intervalo imediatamente à direita de zero (AQ_{0+1}) foi de 108% das observações esperadas (EQ_{0+1}), enquanto que para as empresas tradicionais este número foi de 142%. Esta diferença, portanto, contribui para a hipótese de que as empresas do Novo Mercado realmente incorrem com menor frequência ao gerenciamento de resultados do que as empresas não pertencentes a esse nível.

A partir das confirmações de H1 e H2, pode-se concluir que as práticas preconizadas pelo Novo Mercado, nível máximo de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, de fato, restringem (ainda que não impeçam totalmente) o comportamento oportunista por parte dos agentes. Os presentes resultados corroboram com os achados de Leuz, Nanda, Wysocki (2003); Chang, Fang, Tseng (2007); Cornett, McNutt, Tehranian (2009) para mercados internacionais e, no caso brasileiro, com os trabalhos de Ramos e Martinez (2006) e Martinez (2009).

Por outro lado, tais resultados mostraram-se contrários aos achados de Erfurth e Bezerra (2013) que não encontraram evidências de que níveis diferentes de governança corporativa diminuam a prática de EM. Uma possível explicação para essa diferença pode dar-se pela metodologia aplicada. Diferentemente do realizado neste estudo, os autores utilizaram *accruals* para a medição de EM. No entanto, a adoção de *accruals* na identificação de EM pode incorporar vieses (JIRAPORN, 2008) dada a dificuldade em se definir o que seriam “lucros reais” (CHEN et al., 2010) ou “qualidade na divulgação dos lucros” (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010), que são essenciais no cálculo dos *accruals*.

Os resultados obtidos também iluminam a discussão acerca da descontinuidade sobre se os histogramas de lucro realmente fornecerem evidências de EM, conforme Durtschi e Easton (2005, 2009) e Beaver, McNichols e Nelson (2007). Para os primeiros, as descontinuidades seriam fruto de um viés amostral oriundo do escalonamento pelo valor de mercado, enquanto que para esses, a taxação assimétrica entre lucros positivos e negativos seria o principal componente explicativo das descontinuidades. Ora, se tais descontinuidades fossem realmente produto do escalonamento pelo valor de mercado, ou decorrentes de taxação de lucros, então seria esperada a presença de descontinuidades semelhantes nos histogramas das duas amostras. No entanto, não é o que acontece. Os resultados mostram descontinuidades claramente mais evidentes para as empresas tradicionais, justamente aquelas não pertencentes ao nível mais alto de governança. Uma vez que a principal variável que diferencia os dois grupos é seu nível de governança, então presume-se que a distinção das descontinuidades é decorrente da ausência ou presença dessa variável. Logo, tais achados apontam para o entendimento de que as descontinuidades realmente são evidências de EM, em concordância com estudos mais recentes sobre o tema (JACOB; JORGENSEN, 2007; CHEN; LI; WU, 2010; DONELSON; MCINNIS; MERGENTHALER, 2013).

Por fim, deve-se testar H3 para verificar se os achados de Burgsthaler e Dichev (1997) de que a prática de EM é mais pronunciada para evitar perdas do que para evitar quedas nos lucros se repetem para o mercado brasileiro. Neste sentido, a Tabela 4 aglutina as relações entre o número de observações constatado (AQ) e esperado (EQ) no intervalo imediatamente

a esquerda de zero (0-1) das duas amostras nos testes acima citados, sendo o Teste 1 empregado para a medição de EM para evitar perdas, e o Teste 2 empregado para a medição de EM evitar a diminuição dos lucros.

Tabela 4 - Relações AQ/EQ para os testes de EM para evitar perdas (teste 1) e para evitar queda nos lucros (teste 2)

Grupo	Tradicional	Novo Mercado	Tradicional	Novo Mercado
	Teste 1	Teste 1	Teste 2	Teste 2
AQ ₍₀₋₁₎ /EQ ₍₀₋₁₎	50%	76%	69%	90%

Fonte: Dados da pesquisa.

Sua análise revela que tanto para o grupo Tradicional quanto para o Novo Mercado a relação entre o número observado e o número esperado (AQ/EQ) foi menor para o teste medindo EM para evitar perdas do que para o teste medindo EM para evitar quedas de lucros. Em outras palavras, para o teste 1, a diferença entre as observações constatadas e as esperadas é maior do que para o teste 2, revelando que a discricionariedade para evitar prejuízos (teste 1) é mais intensa do que para evitar quedas nos lucros (teste 2). Neste sentido, somando-se as observações dos dois grupos (AQ) e comparando-as ao número esperado (EQ), constata-se que a relação AQ/EQ para o teste 1 é de 69%, enquanto que para o teste 2 é de 85%, o que valida H3 e corrobora com os achados de BD.

A motivação subjacente a estas observações pode centrar-se na Teoria do Prospecto, conforme mencionado por BD. Isto porque, segundo essa teoria, o ser humano apresenta uma amplitude do sentimento associado à perda duas vezes maior do que a amplitude do sentimento associado a um ganho do mesmo valor. Em outras palavras, o sentimento experimentado por alguém que perde \$ 1.000 é o dobro do experimentado por alguém que ganha \$ 1.000. Transferindo essa lógica para o presente estudo, esse princípio da aversão à perda da Teoria do Prospecto motivaria os agentes a incorrerem em maiores riscos para evitar a divulgação de perdas, justificando o motivo pelo qual a frequência de EM nestas situações foi superior ao observado em situações de EM para evitar quedas nos lucros.

Neste sentido, é interessante notar que a diferença entre os índices AQ/EQ dos testes 1 e 2 é especialmente significativa para o grupo de empresas do Novo Mercado. Tal fato configura-se em uma nova evidência da disposição ao risco dos gestores para evitar a divulgação de perdas. A justificativa é de que, ao impor maiores restrições ao comportamento oportunista pelo gestor, as práticas de governança do novo mercado mitigam o uso de EM para evitar quedas nos lucros (AQ/EQ = 90%). No entanto, tais ferramentas não encontram a mesma eficácia para restringir o uso de EM para evitar perdas (EQ = 76%), visto que os agentes teriam maior disposição para assumir riscos, isto é, trafegar no limite legal da discricionariedade, a fim de evitar a divulgação de prejuízos, conforme o proposto pela Teoria do Prospecto.

Logo, as constatações relativas ao teste de H3 podem servir de diretriz aos agentes reguladores do mercado a fim de traçar diretrizes que inibam a prática de EM com salvaguardas adicionais na divulgação de lucros levemente superiores a zero, protegendo os interesses dos proprietários.

Deve-se ressaltar também, com base nos resultados, que apesar da ocorrência de EM ser mais pronunciadas em empresas tradicionais, houve comprovação de que as empresas pertencentes ao Novo Mercado também fazem uso de tais práticas com relativa frequência.

Neste sentido, deve-se refrisar que, em algumas situações, o uso de EM pode objetivar justamente a tentativa por parte dos gestores de que os resultados se aproximem do valor fundamental, conforme Arya, Glover e Sunder (2003) e Jiraporn et al., (2008). Ou seja, os gestores podem utilizar o EM justamente para melhorar a qualidade dos resultados publicados. Se essa é a explicação para as evidências de EM encontradas nos resultados pertencentes às companhias do Novo Mercado é uma pergunta ainda em aberto que futuros trabalhos poderiam esclarecer. Para tanto, seria necessário definir o que se entende por “qualidade na divulgação de resultados”, tarefa ainda controversa. Neste sentido, o trabalho de Dechow, Ge e Schrand (2010) apresenta interessantes perspectivas. A resposta a tais achados pode fornecer importantes informações sobre até que ponto as práticas de governança corporativa inibem o uso de EM decorrentes do conflito de agência que, por sua vez, constitui-se em um dos pilares do mercado de capitais.

5 Considerações Finais

O gerenciamento de resultado, ou *earnings management*, trata da manipulação dos resultados contábeis auferidos pela empresa, sem transgredir a legalidade, com o objetivo de tirar vantagem da assimetria informacional e relatar um resultado distinto da realidade financeira da organização. Trata-se, portanto, de um exemplo de conflito de agência no qual o gestor atua de maneira oportunista em detrimento dos interesses de transparência por parte dos acionistas para a tomada de decisão.

Os escândalos de fraudes contábeis impetrados por algumas das maiores empresas norte-americanas no início desse século, fez com que o tema ganhasse especial notoriedade tanto na academia quanto por parte dos agentes reguladores. Objetivando inibir estas práticas, e conferir ao acionista maior transparência, diversas bolsas de valores criaram níveis diferenciados de governança corporativa, como o Novo Mercado no caso brasileiro.

Dentre as diferentes formas de utilização de *earnings management*, encontra-se a manipulação de resultados levemente inferiores a zero, a fim de que se tornem positivos, e a manipulação de resultados a fim de evitar a divulgação de queda nos lucros. Neste contexto, o presente artigo buscou verificar se as práticas preconizadas pelo Novo Mercado de fato diminuem a ocorrência do gerenciamento de resultados por parte dos gestores, sendo este parametrizado pelas duas formas de manipulação de resultados acima citadas.

Os resultados atestam que as empresas pertencentes ao Novo Mercado incorrem com menos frequência ao gerenciamento de resultado tanto para evitar a divulgação de perdas, quanto para evitar a divulgação de queda em seus lucros, se comparadas com as empresas não pertencentes a esse nível de governança. Com isso, conclui-se que, consoante à sua proposta, as práticas definidas por esse nível realmente conferem maior transparência ao acionista, ainda que não impeçam totalmente o comportamento oportunista por parte dos agentes.

Além disso, o presente artigo revelou que as práticas de *earnings management* são mais marcantes em situações que evitem a divulgação de perdas do que em situações que evitem a queda nos lucros, mesmo para empresas pertencentes ao Novo Mercado. Constatase, dessa forma, que os agentes tem maior disposição em assumir riscos e andar no limiar da legalidade contábil em situações envolvendo a divulgação de prejuízos, fazendo com que os estes achados se constituam em oportuna agenda para a elaboração de diretrizes de governança e regulação dos agentes.

Deve-se comentar, ainda, que o presente estudo limitou-se a comparar apenas as empresas pertencentes ao novo mercado com as demais empresas listadas na Bovespa. Neste sentido, estudos envolvendo grupos formados por empresas pertencentes aos níveis intermediários de governança corporativa (níveis 1 e 2) representam uma auspiciosa tarefa para futuros artigos que contribuam para o entendimento desta área do conhecimento. Esta recomendação ganha especial notoriedade ao observar que os dois casos mais recentes de grandes fraudes impetradas por empresas listas na Bovespa, os bancos Panamericano e Cruzeiro do Sul, foram protagonizadas por companhias pertencentes ao grau 1 de governança corporativa, representando um quebra-cabeça ainda aberto.

Referências

- ARYA, A.; GLOVER, J.; SUNDER, S. Are unmanaged earnings always better for shareholders? **Accounting Horizons** (supplement), v.17, p. 111-116, 2003.
- BEAVER, W.; MCNICHOLS, M.; NELSON, K. An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions. **Review of Accounting Studies**, v. 12, n. 4, p. 525-556, 2007.
- BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. Earnings Management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Economic Accounting**, v. 24, n. 1, p.99-126, 1997.
- BURGSTAHLER, D.; EAMES, M. Earnings Management to avoid losses and earnings decreases: are analysts fooled? **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 2, p. 253-294, 2003.
- CARDOSO, R. L.; MENDONÇA, O. R.; NETO, R. E. L.; SAKATA, M. C. G. Pesquisa Científica em contabilidade entre 1990 e 2003. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n.2, p.43-55, 2005.
- CHAROENWONG, C.; JIRAPORN, P. Earnings management to exceed thresholds: evidence from Singapore and Thailand. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 19, n.3, p. 221-236, 2009.
- CHANG, R.; FANG, C.; TSENG, Y. Central agency problem and earnings management: An investigation of board structure and external monitoring mechanism. **Journal of Management**, v. 24, n. 1, 17-39, 2007.
- CHEN, S.; LIN, B.; WANG, Y.; WU, L. The frequency and magnitude of earnings management: time-series and multi-threshold comparison. **International Review of Economics and Finance**, v. 19, n.4, p. 671-685, 2010.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício-circular CVM/SNC/SEP Nº 01/2007**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp>. Acesso em: 17 jan. 2014.
-

COPPENS, L.; PEEK, E. An Analysis of earnings management by European private firms. **Journal of International Accountig, Auditing and Taxation**, v.14, n.1, p.1-17, 2005.

CORNETT, M.; MCNUTT, J.; TEHRANIAN, H. Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holding companies. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n.5, p. 412-430, 2009.

CUPERTINO, C. Earnings Management: estudo de caso do banco nacional. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.17, n. 41, p.110-120, 2006.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G; SWEENY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p.193-225, 1995.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: a review of proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n.2-3, p. 344-401, 2010.

DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earning Management to exceed thresholds. **Journal of Business**, v.72, n.1, p.1-33, 1999.

DEMSKI, J. Performance measure manipulation. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, n.3, p.261-285, 1998.

DONELSON, D; MCINNIS, M.; MERGENTHALER, R. Discontinuities and Earnings Management: Evidence from restatements related to securities litigation. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 1, p. 242-268, 2013.

DURSTCHI, C.; EASTON, P. Earnings Management? Erroneous inferences based on earnings frequency distributions. **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 5, p. 1249-1281, 2009.

DURSTCHI, C.; EASTON, P. The shapes of the frequency distributions of earning metrics are not evidence *ipso facto*. **Journal of Accounting Research**, v. 43, n.4, p. 557-592, 2005.

ERFURTH, A.; BEZERRA, F. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, n.1, p. 32-42, 2013.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n.2, p. 301-325, 1983.

FUJI, A. **Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Curso de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

FUJI, A. H.; CARVALHO, L. N. G. Earnings Management no contexto bancário brasileiro. In: 5º Congresso USP Controladoria e Contabilidade, FEA/USP, 2005.

GARCIA-TERUEL, P.; MARTNEZ-SOLANO, P.; SANCHEZ-BALLESTA, J., Accruals quality and corporate cash holdings **Accountig & Finance**, v. 19, n.1, p. 95-115, 2009.

HOLLAND, D.; RAMSAY, A. Do Australian companies manage earnings to meet simple earnings benchmarks? **Accounting & Finance**, v. 43, n. 1, p. 41-62, 2003.

JACOB, J.; JORGENSEN, B. Earnings Management and accounting income aggregation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 43, n.2-3, p. 369-390, 2007.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4., New York, 1976.

JIRAPORN, P.; MILLER, G.; YOON, S.; KIM, Y. Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. **International Review of Financial Analysis**. v. 17, p. 622- 634, 2008.

KANG, S; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variables approach. **Journal of Accounting Research**, v.33, n.2, p. 353-368, 1995.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Investors protection and Earning Management: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p.505-527, 2003.

LONG, J.; LI, Y.; FU, L. Is it governance or ownership that affect the motivation of compensation contract on earnings management? An empirical study on Chinese listed firms. **8th International Conference on Supply Chain Management and Information Systems (SCMIS)**, 2010.

MARTINEZ, A. Gerenciamento de resultados no Brasil: um *survey* de literatura. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

MARTINEZ, A. Do corporate governance special listing segment and auditing curb real and accrual-based earnings management? Evidence from Brazil. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 4, p.98-117, 2011

MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os Accruals Discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n.46, p.7-17, 2008.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento dos Resultados Contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras, **FEA/USP**. São Paulo, 2001.

ROSA, A.; MENDES, A.; TEIXEIRA, G.; MARTINS, S. Earnings Management no Brasil: uma Análise sob a Perspectiva Sociométrica e Bibliométrica. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 4, p.189-218, 2010.

SANTOS, A.; GRATERON, I. R. G., Contabilidade criativa e responsabilidade dos gestores. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 32, p.7-22, 2003.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 3, n. 91, p. 102- 108, 1989.

SHEN, C.; CHIH, H. Investor protection, prospect theory, and earning management: An international comparison of the banking industry. **Journal of Banking and Finance**, v. 29, n.10, p. 2675- 2697, 2005.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n.2, p.737-783, 1997

SUDA K.; SHUTO, A. Earnings Management to avoid earnings decreases and losses: empirical evidence from Japan. **Research Center of Socionet working Strategy**, 2003.

SUBRAMANYAN, K. The pricing of discretionary accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, n.1-3, p.249-281, 1996.

TUKAMOTO, Y. **Contribuição ao estudo do “Gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs.** Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2004.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. Positive Accountig Theory. **Prentice-Hall Inc.**, 1986.