

Gerenciamento de resultados e eficiência de investimentos

Flavio Sergio Linhares

Universidade Federal de Mato Grosso, Rondonópolis, Brasil

Fábio Moraes da Costa

Fucape Business School, Vitória, Brasil

Aziz Xavier Beiruth

Fucape Business School, Vitória, Brasil

Recebimento:

23/02/2017

Aprovação:

17/01/2018

Editor responsável:

Prof. Dr. Ivam Ricardo Peleias

Avaliado pelo sistema:

Double Blind Review

Resumo

Objetivo – Verificar a relação entre a qualidade da informação contábil, medida por meio do gerenciamento de resultados, e a eficiência de investimentos realizados por companhias abertas brasileiras listadas na BM&F Bovespa.

Metodologia – Primeiro estabeleceu-se o nível padrão (*benchmark*) da eficiência dos investimentos, analisando-se o nível de investimento e o crescimento nas vendas conforme demonstrado na Equação 1. Após essa categorização, os resultados dos quartis extremos, classificados como sobre/subinvestimento, foram utilizados como variáveis dependentes para análise da relação entre gerenciamento de resultado e investimento abaixo ou acima do previsível. Por fim, e para testar essa relação, utilizou-se uma regressão logística multinomial para avaliar a probabilidade de sobre e subinvestimentos em empresas que praticam gerenciamento de resultados comparadas ao *benchmark*.

A amostra que serviu de base para o presente estudo é composta de todas as companhias abertas que possuíam ou ainda possuem ações listadas na BM&F Bovespa, compreendendo o período de 1996 a 2012.

Resultados – A análise dos dados apresentou evidências empíricas de que o gerenciamento de resultado está relacionado positivamente ao nível de investimento e de que ele pode interferir na probabilidade da empresa se enquadrar como sobre ou subinvestimento. Portanto, com base nos resultados encontrados, confirma-se que, “quanto maior o nível de gerenciamento de resultados, maior é a probabilidade da companhia de desviar-se do nível ideal de investimento”.

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

Palavras-chave – Investimentos; eficiência; qualidade de lucros; gerenciamento de resultados.



**Revista Brasileira de Gestão
e Negócios**

DOI: 10.7819/rbgn.v20i2.3180

I Introdução

O presente trabalho procura estudar a relação entre a eficiência dos investimentos e a qualidade da informação contábil, medida por meio do gerenciamento de resultados. Trabalhos anteriores (Bushman & Smith, 2001; Healy & Palepu, 2001; Lambert, Leuz & Verrecchia, 2007) relatam que o aumento de qualidade nos relatórios financeiros leva a implicações econômicas relevantes nas empresas, como a eficiência dos investimentos realizados.

Biddle, Hilary e Verdi (2009) destacam que maior qualidade nos relatórios financeiros melhora a eficiência dos investimentos, uma vez que reduz a assimetria da informação, reduzindo o custo de captação de recursos e/ou de monitoramento dos gestores. Biddle, Callahan, Hong e Knowles (2015) mostram que a adoção de normas internacionais de contabilidade (IFRS) melhoram a eficiência do investimento de capital nas empresas, especialmente em países com proteção aos investidores mais fracos, caso do Brasil.

Trabalhos anteriores realizados no Brasil acabam por focar nos determinantes na qualidade da informação contábil (Lopes, 2002; Lopes & Martins, 2005; Martinez, 2001; Paulo, 2007; Paulo & Martins, 2007). Assim, existe uma lacuna sobre a avaliação das consequências geradas por informações de maior ou menor qualidade. Neste sentido, e em linha com o que já foi investigado no mercado norte-americano (Biddle et al., 2009), espera-se que o presente trabalho contribua para a compreensão entre a relação do nível de gerenciamento de resultados e a eficiência de investimentos no mercado brasileiro.

Biddle et al. (2009) destacam que relatórios financeiros com maior qualidade na informação poderiam reduzir a seleção adversa na emissão de ações por parte das empresas, pois tendem a demonstrar os projetos das empresas de forma mais clara e eficiente para o investidor. Destacam ainda que a eficiência nos investimentos são projetos com valor presente líquido positivo em um cenário de conflito de interesses no mercado, como seleção adversa e custos de agência. Na literatura, define-se como *underinvest* a condição em que a empresa deixa passar oportunidade de

investimento que teria valor presente líquido positivo nesse cenário. De maneira oposta, *overinvest* consiste no investimento em projetos com valor presente líquido negativo (Biddle et al., 2009).

Com base nos argumentos apresentados nos parágrafos anteriores, é possível esperar que uma maior qualidade de informações financeiras esteja associada a investimentos acima ou abaixo do que seria considerado como ideal (*overinvest* ou *underinvest*). Assim, o presente trabalho teve como propósito avaliar se existe relação entre o nível de gerenciamento de resultados e a eficiência de seus investimentos em bens de capital.

Primeiro, para avaliar a qualidade da informação contábil foi utilizada a medida de gerenciamento de resultado como *proxy* de qualidade, conforme modelo de Jones Modificado (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995). Em seguida, foi avaliado o nível ideal de investimento por meio da relação entre o crescimento das vendas e os investimentos a fim de medir a eficiência desses investimentos, conforme modelo proposto por Biddle et al. (2009).

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

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

2 Referencial teórico

2.1 Qualidade da informação contábil

Biddle et al. (2009) definem que a qualidade da informação contábil consiste na capacidade em que os relatórios financeiros

transmitem informações sobre as operações da firma, em especial sobre seu fluxo de caixa esperado.

2.1.1 Gerenciamento de resultados

Dechow, Hutton, Kim e Sloan (2012) destacam que gerenciamento de resultados é uma questão de importante para acadêmicos e profissionais na área contábil, o que faz que pesquisas que envolvem examinar as causas e consequências do gerenciamento de resultados sejam rotineiras.

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

2.2 Qualidade da informação contábil e eficiência dos investimentos

Estudos anteriores relatam que a qualidade dos relatórios financeiros pode melhorar a eficiência dos investimentos, pois a informação financeira é utilizada pelos acionistas para monitorar os gestores, e constitui também uma importante fonte de informação da empresa para os investidores. (Healy & Palepu, 2001; Bushman & Smith, 2001; Lambert et al., 2007). Estudo realizado por McNichols e Stubben (2008) indicam resultados significantes em que empresas que manipulam os lucros realizam maior investimento do que seria esperado com base em fundamentos de investimento. Lara, Osma e Penalva (2016) argumentam que o conservadorismo melhora a eficiência do investimento. Os autores relatam que empresas mais conservadoras investem mais e emitem mais dívida em ambientes propensos à falta de investimentos, com efeitos maiores em

empresas caracterizadas por maiores assimetrias de informação.

Portanto, as literaturas supracitadas sugerem uma relação entre a qualidade da informação contábil e a eficiência dos investimentos. Biddle et al. (2015) encontraram resultados em que a adoção das IFRS é significativamente associada com maior eficiência do investimento de capital medido pela sensibilidade e fluxo de investimentos em dinheiro e assunção de riscos com aumento de valor.

Outros mecanismos de controle, porém, também podem ser associados à eficiência dos investimentos, conforme demonstrado na seção seguinte.

2.3 Qualidade da informação contábil e os mecanismos de controle

Uma das formas de captação de recursos por parte das empresas brasileiras é o mercado internacional, por meio de ADR (*American Depositary Receipts*).

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

No Brasil, Murcia e Santos (2009) encontraram evidências em seu trabalho sobre determinantes do nível de *disclosure* e que empresas brasileiras auditadas pelas atuais *Big Four* (nomenclatura utilizada para as grandes firmas de auditoria: Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e Pricewaterhouse Coopers) demonstraram um nível maior de divulgação das informações contábeis.

Analisando os controles institucionais, Jensen (1986) define que o controle corporativo pode servir de mecanismo de acompanhamento mais rígido e rigoroso, reduzindo, portanto, investimentos acima do previsível. Cohen, Krishnamoorthy e Wright (2004) definem que uma das funções primordiais da governança corporativa é garantir a qualidade na elaboração

das demonstrações financeiras, por meio de interação entre os agentes internos e externos à firma. Hope, Thomas e Vyas (2016) destacam que o custo de se proporcionar informação de qualidade pode superar o benefício dessas informações aos *stakeholders*, no caso de algumas empresas de capital fechado.

Ahmed e Courtis (1999) destacam a relação positiva entre o nível de *disclosure* e o tamanho da firma. Corroborando a ideia, diversos trabalhos identificaram relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de *disclosure*. Os resultados identificaram que as maiores companhias apresentaram um maior nível de divulgação (Cooke, 1989; Singhvi & Desai, 1971).

3 Metodologia

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

3.1 Desenvolvimento da questão de pesquisa

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

Diante dos estudos apresentados por Biddle et al. (2009) e com literaturas internacionais que destacam que há relação entre a qualidade da informação contábil e eficiência dos investimentos, definiu-se a seguinte questão de pesquisa: Empresas que gerenciam seus resultados

tendem a se desviar do grau ideal de investimento? A questão também é baseada em estudos de Martinez (2001) em que o autor argumenta que o gerenciamento de resultado pode proporcionar sérias ineficiências de alocação de recursos entre empresas.

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

A amostra que serviu de base para o presente estudo é composta de todas as companhias abertas que possuíam ou ainda possuem ações listadas na BM&F Bovespa, compreendendo o período de 1996 a 2012. Os dados dos períodos de 2008 e de 2009 foram excluídos da análise, uma vez que se referem ao período em que o modelo contábil brasileiro estava em transição para o internacional. Todas as variáveis foram coletadas na base de dados Economática.

3.2 Desenvolvimento da métrica de qualidade da informação contábil

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

Diante disso, a medida de gerenciamento de resultados utilizada na pesquisa consiste na estimativa dos *accruals* discricionários, conforme modelo modificado de Jones (Dechow et al.,

1995), usada na literatura brasileira por vários pesquisadores. A Equação 1 detalha a formação dos *accruals* totais:

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

Equação 1

Em que:

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

ΔRec_{it} é a variação da receita líquida na empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; **ΔC.Receb_{it}** é a variação do contas a receber da empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; **Imob_{it}**: corresponde ao imobilizado da empresa *i* no período *t*; **Ativo_{t-1}**: corresponde ao ativo total da empresa no período *t-1*; **ε_{it}**: é o termo de erro da empresa *i* no período *t*.

De acordo com Dechow et al. (1995), o modelo modificado de Jones é formulado a fim de eliminar tendências previstas do modelo de Jones para mensurar os *accruals* discricionários com erro,

quando a discricionariedade sobre as receitas é exercida. De acordo com o modelo modificado, os *accruals* não discricionários são estimados como:

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

Equação 2

Em que:

AND_t: são os *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*; **ΔRec_{it}** é a variação da receita líquida na empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; **ΔC.Receb_{it}** é a variação do contas a receber da empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; : corresponde ao imobilizado da empresa *i* no período *t*; **Imob_{it}**: corresponde ao ativo total da empresa no período *t-1*.

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

A última etapa consiste em calcular os *accruals* discricionários, e parte do raciocínio de que eles são os resultados da diferença entre os *accruals* totais e *accruals* não discricionários, conforme demonstrado na Equação 3.

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

Equação 3

Em que:

AD_{it} são os *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*; **AT_{it}** são os *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; **AND_{it}** são os *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*.

3.3 Gerenciamento de resultados e expectativa do nível de investimento

Pode-se dizer que eficiência de investimento é a capacidade de a empresa realizar projetos com valor presente líquido (VPL) positivo em um cenário de conflito de interesses no mercado, como seleção adversa e custos de agência. Portanto, subinvestimento (*underinvest*) é perder oportunidade de investimento que teria valor presente líquido (VPL) positivo nesse cenário do

mercado. Da mesma forma, sobreinvestimento (*overinvest*) é definido como investir em projetos com valor presente líquido (VPL) negativo (Biddle et al., 2009).

Nesta seção são descritas as etapas para a identificação entre a probabilidade de sobre ou subinvestimento e gerenciamento de resultados. Para tanto, os resíduos da regressão abaixo (Equação 4) foram utilizados como *proxy* para os desvios do nível de investimento previsto (Biddle et al., 2009):

$$\text{Investimento}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Crescimento nas vendas}_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Equação 4

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

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

Para cada ano as empresas foram classificadas em quartis, com base nos resíduos da Equação 4. Companhias classificadas no quartil inferior foram identificadas como as empresas que investiram abaixo do nível esperado (subinvestimento, ou *underinvest*). Já as companhias do topo do quartil foram classificadas como as empresas que realizaram sobreinvestimento (*overinvest*). Após a classificação em quartis e definição como sobre ou subinvestimento, foi criada uma variável binária *dummy* que recebeu 1 para as empresas classificadas tanto quanto *underinvest* quanto *overinvest* e 0 para empresas que foram classificadas no meio dos quartis, e definido por Biddle et al. (2009) como referências (*benchmarking*). Dado que as variáveis dependentes são binárias, foram realizadas regressões logísticas para avaliar a probabilidade de a empresa pertencer ao grupo

de sobre ou subinvestimento. O grupo de comparação é composto das empresas que foram classificadas nos quartis intermediários. Para análise do comportamento de todo o grupo, foi realizada regressão logística multinomial, a fim de comparar a relação entre a probabilidade de sobre ou subinvestimento com o grupo referência no mesmo ambiente.

Para fins de adequação e uma melhor análise do modelo, foram inseridas algumas variáveis de controle. Primeiro foi incluída uma variável *dummy*, que assumiu o valor 1 para o período pós-IFRS no Brasil a fim de identificar se houve alguma alteração no resultado em função da adoção de novas métricas contábeis, proposta pelas normas internacionais de contabilidade. De acordo com Hoogervorst (2012), investidores em todo o mundo confiam nos padrões IFRS para tornar mais seguras suas aplicações financeiras.

3.3.1 Detalhamentos das variáveis de controles utilizadas na análise da probabilidade de over/underinvestment

Conforme já demonstrado em trabalhos anteriores, o nível de auditoria afeta o nível de qualidade da informação, e assim foi criada uma variável *dummy* que assumiu o valor 1 para as empresas que foram auditadas pelas atuais *Big Four* e 0 para empresas que foram auditadas por outras empresas de auditoria.

Estudos anteriores (Chiang & Chia, 2005) demonstram que maior transparência corporativa conduz a previsões mais acuradas. Além disso, a participação de investidores institucionais também reduz a probabilidade de a companhia realizar investimentos “em excesso” (Ferreira & Matos, 2008).

A variável Governança Corporativa é uma variável binária *dummy* que representa os três níveis de práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&F Bovespa e assume valor igual a 1 quando a companhia participa de algum dos três níveis diferenciados da BM&F Bovespa (nível 1, nível 2 e novo mercado) e valor igual a 0 quando não participa de nenhum nível. A listagem por segmentação especial dos níveis diferenciados de governança corporativa é pública e acessível a qualquer usuário. Esses níveis diferenciados já foram utilizados como *proxy* para práticas diferenciadas de governança corporativa em outras literaturas brasileiras (Alencar, 2005; Antunes & Mendonça, 2008; Dalmácio, Lopes, Rezende & Sarlo, 2013; Sarlo Neto, 2009; Terra & Lima, 2006).

As ADRs (*American Depositary Receipts*) são certificados de ações ou outros títulos que representam direitos, emitidos no exterior. De acordo com a literatura, à medida que empresas listam ações no exterior, tendem a ter maior participação institucional, o que poderá provocar uma possível redução do desvio do nível previsível de investimento. Portanto, foi criada uma variável *dummy* que assumiu o valor 1 para as empresas que emitiram ADRs no período e 0 para empresas que não emitiram.

Além das variáveis identificadas acima, utilizou-se a variável prejuízo, sendo atribuída uma variável *dummy* que assumiu o valor 1 para

as empresas que registraram prejuízo no período e 0 para empresas que tiveram resultados positivos. Outra variável de controle utilizada no modelo foi a variável Log do Ativo, identificando o tamanho dos ativos das empresas listadas nesse período. Há diversos trabalhos na literatura internacional avaliando o tamanho do ativo com o nível de *disclosure* (Ahmed & Courtis, 1999; Cooke, 1989; Singhvi, Desai, 1971; Wallace & Naser, 1995). Depois de demonstrados os processos metodológicos utilizados no trabalho para responder a questão de pesquisa, o capítulo seguinte demonstra os resultados encontrados.

4 Análise dos resultados

4.1 Qualidade da informação contábil medida pelo gerenciamento de resultados

O primeiro passo do trabalho é analisar os resultados da regressão da qualidade da informação contábil medida por meio de gerenciamento de resultado, conforme modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995).

Por meio da análise dos resultados da Tabela 1, é possível identificar que a variável *Imob_{it}* apresentou coeficiente negativo, corroborando Paulo (2007), pois, segundo o autor, o nível do imobilizado está relacionado ao decréscimo dos resultados em função da apropriação das despesas de depreciação. O coeficiente apresentado também corrobora os resultados de Rey (2011) e Zang (2012). Uma vez estimados os *accruals* discricionários, o próximo passo consiste na classificação da expectativa do nível de investimento.

Tabela 1
Accruals totais

Resultado da regressão estimada pelo modelo de modificado Jones (Dechow et al., 1995)	
$AT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C.Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}} + \varepsilon_{it}$	
Variável dependente: <i>accruals</i> totais	
Variáveis	Resultado
β_1	-2934,142*** (-8,34)
β_2	0,0311 (1,09)
β_3	-0,1996*** (-7,13)
_cons	0,523
Observações	3,469
Prob>F	0,0000
	0,0312

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

4.2 Gerenciamento de resultado e expectativa do nível de investimento

Após a verificação da qualidade da informação contábil, a próxima etapa do trabalho constituiu em avaliar a eficiência dos investimentos e sua relação com o gerenciamento de resultados. Para desenvolvimento desta análise, inicialmente utilizaram-se os resultados da Equação 4, uma vez que as empresas foram classificadas com base na magnitude dos resíduos gerados. Esses resíduos foram utilizados como variável dependente para identificar a probabilidade da empresa de se enquadrar como sobre ou subinvestimento, conforme proposto por Biddle et al. (2009) e demonstrado na Tabela 3.

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

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

Tabela 2

Regressão entre investimento e variação da receita de vendas

Resultado da regressão estimada pelo modelo Biddle et al. (2009) para classificação dos resíduos	
$Investimento_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * Crescimento\ nas\ vendas_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$	
Variável dependente:	investimentos
Variáveis	Coefficientes
Crescimento nas vendas	0,029*** (8,25)
_cons	0,073*** (39,41)
Observações: 4498	
Prob > F: 0,0000	
R^2 : 0,0147	

Nota. A Tabela 2 apresenta o resultado da regressão entre investimentos e crescimento nas vendas, sendo *Investimento*_{*i,t+1*} a soma dos gastos de capital, aquisição menos vendas de ativos fixos dividido pelo ativo total da empresa *i* no período *t + 1* (Richardson, 2006). Foi utilizado o capex da econômica como base para cálculo; *Crescimento nas vendas*_{*i,t*} é a variação percentual nas vendas da empresa *i* nos períodos *t-1* para *t*; e $\varepsilon_{i,t+1}$ é o termo de erro da empresa *i* no período *t + 1* que será utilizada como variável dependente nas regressões logística de probabilidade. Estatísticas *t* são apresentadas entre parênteses abaixo dos coeficientes e os níveis de significância a 1%; 5% e 10% são representados por ***, **, * respectivamente.

Pode-se observar nos resultados apresentados na Tabela 4 que há uma relação positiva entre gerenciamento de resultado e sobre/subinvestimento. Os resultados corroboram os resultados apresentados por Biddle et al. (2009) de que empresas com maiores qualidades nas informações contábeis são menos susceptíveis a se desviar do grau previsível de investimento. Nota-se que a probabilidade da empresa que gerencia seus resultados é maior para subinvestimento do que para sobreinvestimento. Pelos resultados apresentados, a chance de uma empresa que gerencia seus resultados se desviar do nível padrão de investimento e subinvestir é quase cinco vezes maior que a empresa que não gerencia seus resultados. Esses resultados são expressivos a um nível de significância de 1%. Já as chances da empresa que pratica gerenciamento de resultado se desviar do nível previsível de investimento e investir em excesso são quase três vezes maiores que empresas que não praticam gerenciamento de resultados.

Outro fator que merece destaque é a significância entre a variável DIFRS e o nível de investimento. As evidências indicam que o resultado foi significativo em função de alteração nas métricas contábeis utilizadas a partir de

2010, em razão da adoção dos novos padrões de contabilidade. Destaca-se também a diferença encontrada na análise da variável auditoria. Nota-se, pelos resultados apresentados na Tabela 4, que a relação para *underinvest* é diferente quando analisada para *overinvest*. A relação não é estatisticamente relevante para *underinvest*, mas para *overinvest* é estatisticamente relevante a um nível de 1%, apresentando também uma relação positiva. Esses resultados corroboram também os apresentados por Biddle et al. (2009), apresentando as mesmas características.

A Tabela 4 demonstra o resultado da regressão logística multinomial entre a qualidade da informação contábil e o desvio das expectativas de investimento.

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

Tabela 3
Estadística descriptiva das principais variáveis do trabalho

Estadística descriptiva das principais variáveis do trabalho					
Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo	
Grupo 1 – Underinvest	Gerenciamento de Resultado	701	,2421	,0000685	3,9903
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	701	,0304	0	3,9094
	DIFRS	991	,2219	0	1
	Auditoria	920	,5293	0	1
	ADRs	984	,2032	0	1
	Níveis de Governança Corporativa	700	,2971	0	1
	Log do Ativo	991	12,9639	7,5989	19,7127
	Prejuízo	991	,4661	0	1
	Crescimento das Vendas	991	,4771	-,9773	50,029
	Accruals	987	-,1184	-42,71	9,6687
	Capex	987	,04915	-,7326	13,1009
	Grupo 2 – Benchmark	Variáveis	Observações	Média	Mínimo
Gerenciamento de Resultado		1408	,1818	,0001861	4,0373
DIFRS e Gerenciamento de Resultado		1408	,0173	0	1,01217
DIFRS		1981	,2195	0	1
Auditoria		1781	,7097	0	1
ADRs		1967	,0889	0	1
Níveis de Governança Corporativa		1344	,4315	0	1
Log do Ativo		1981	13,8315	7,6685	18,9641
Prejuízo		1981	,2948	0	1
Crescimento das Vendas		1981	5,0670	-,9998	9736,656
Accruals		1981	,4423	-23,917	1019,37
Capex		1917	,0748	-,7706	3,2969
Grupo 3 – Overinvest	Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo
	Gerenciamento de Resultado	686	,1956	,0000325	3,9241
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	686	,0191	0	2,2519
	DIFRS	975	,2184	0	1
	Auditoria	871	,7990	0	1
	ADRs	958	,1450	0	1
	Níveis de Governança Corporativa	690	,5217	0	1
	Log do Ativo	975	14,0950	7,4960	20,3342
	Prejuízo	975	,1887	0	1
	Crescimento das Vendas	975	,2959	-,9857	22,1515
	Accruals	975	-,0631	-5,9214	3,5792
	Capex	947	,1682	-,4423	4,6454

Todos os grupos	Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo
	Gerenciamento de Resultado	2795	,2003	,0000325	4,0373
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	2795	,0210	0	3,9094
	DIFRS	3947	,2199	0	1
	Auditoria	3824	,6833	0	1
	ADRs	4185	,0867	0	1
	Níveis de Governança Corporativa	2976	,4331	0	1
	Log do Ativo	4229	13,7202	7,4960	20,3342
	Prejuízo	4229	,3064	0	1
	Crescimento das Vendas	4229	2,5896	-,9998	9736,656
Accruals	4223	,1587	-42,7170	1019,37	
Capex	4067	,0939	-,7706	13,1009	

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

Para as empresas que emitem ações no mercado norte-americano, podemos verificar que o resultado foi estatisticamente significativo com o nível de investimento. Observa-se que, tanto para *underinvest* quanto para *overinvest*, o resultado foi significativo, mas com relações inversas. Empresas que emitem *ADRs* têm uma probabilidade menor de se desviar do nível previsível de investimento e investir abaixo do esperado do que aquelas empresas que não emitem *ADRs*. Essa relação

é diferente para *overinvest*. Nota-se uma relação positiva com *overinvest*, ou seja, a probabilidade da empresa que emite *ADRs* investir em excesso é quase duas vezes maior que a das empresas que não emitem *ADRs*. Essa diferença também pode ser explicada pelos objetivos individuais dessas empresas, ou seja, decisões de investimento acima da normalidade, em função da captação de recursos. Esses resultados também corroboram os resultados apresentados Biddle et al. (2009).

Tabela 4

Qualidade da informação contábil e desvio da expectativa de investimento

Variável dependente	Grupo 1: <i>Underinvest versus</i> Investimento Normal	Grupo 3: <i>Overinvest versus</i> Investimento Normal
	<i>Underinvest</i>	<i>Overinvest</i>
	1.5710***	0.9974**
Gerenciamento de Resultado	(4,21)	(2,34)
	[4,81]	[2,71]
DIFRS e Gerenciamento de Resultado	-0,1281	0,9235
	-0,13	(0,91)
	[1,13]	[2,51]
DIFRS	0,2770*	-0,3257**
	(1,70)	(-2,02)
	[1,31]	[1,38]
Auditoria	-0,2073	0,4445***
	(-1,47)	(2,75)
	[1,23]	[1,55]
ADRs	-1,0519***	0,3632*
	(-2,81)	(1,76)
	[2,86]	[1,43]
Níveis de Governança Corporativa	-0,1915	0,2651*
	(-1,32)	(1,95)
	[1,21]	[1,30]
Log do ativo	-0,0958**	-0,0182
	(-2,34)	(-0,44)
	[1,10]	[1,01]
Prejuízo	0,4002***	-0,6115***
	(3,21)	(-4,08)
	[1,49]	[1,84]
_Cons	0,4399	-0,8312
	(0,85)	(-1,55)
Número de observações	1855	1855
LR Chi2	215,42	215,42
Prob>chi2	0,000	0,0000
Pseudo R2	0,0556	0,0556

Nota. A Tabela 4 apresenta os resultados da distribuição logística multinomial das variáveis *underinvest* e *overinvest*. A variável dependente é baseada no nível de investimento da empresa ano, ou seja, empresas classificadas como *overinvest* ou *underinvest* por meio da classificação dos resíduos resultantes da Equação 4. Classificações no quartil inferior de investimento foram dadas como baixo investimento e no quartil superior, como excesso de investimento comparado com as observações do meio dos quartis. O grupo 1 apresenta os resultados do modelo para a previsão da probabilidade de uma empresa estar no baixo investimento, ou seja *underinvest*, e o grupo 3 apresenta os resultados do modelo para a previsão da probabilidade de uma empresa estar acima do investimento normal, ou seja, *overinvest*. O grupo 2 é o grupo referência que será o *benchmark*. *Underinvest* é a variável dependente resultante da Equação 4, em que empresas classificadas no extremo inferior receberam a denominação *underinvest*, ou seja, tiveram um subinvestimento em relação aos normais de acordo com modelo proposto por Biddle et al. (2009). *Overinvest* é a variável dependente resultante da Equação 4, em que empresas classificadas no extremo superior receberam a denominação *overinvest*, ou seja, tiveram um sobreinvestimento em relação aos normais de acordo com modelo proposto por Biddle et al. (2009); **Gerenciamento de Resultado** são os

accruals discricionários segundo o modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995) resultante da Equação 3; **IFRS** é uma variável *dummy* que recebe 1 para o ano superior ou igual a 2010 e 0 para o ano inferior ou igual a 2007. **Auditoria** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas auditadas pelas *Big Four* e 0 para as que não são auditadas pelas *Big Four*. **ADR** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que emitem *ADRs* no exterior e 0 para empresas que não emitem *ADRs* no exterior. **Governança Corporativa** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que estão nos níveis 1, 2 e novo mercado da Bovespa e 0 para as que não estão classificadas nestes segmentos. **Log Ativo** é o logaritmo do total dos ativos de todas as empresas da amostra e **Prejuízo** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que possuem resultado negativo e 0 para as que possuem resultado positivo. Estatísticas Z são apresentadas entre parênteses abaixo dos coeficientes, o *oddsratio* (antilogaritmo) é apresentado entre []. Os níveis de significância a 1%;5% e 10% são representados por ***,**,* respectivamente.

Os resultados também demonstraram que a relação entre os níveis de governança corporativa e *overinvest* são estatisticamente significantes, possuindo uma relação positiva. Isso demonstra também que empresas classificadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado têm uma probabilidade maior de investir em excesso do que as empresas que não pertencem a esses níveis diferenciados da BM&F Bovespa.

A relação entre o tamanho da empresa e o nível de investimento é estatisticamente relevante para *underinvest*. O resultado demonstra uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o nível de investimento. Pode-se concluir que, quanto maior a empresa, menor a probabilidade de ela se desviar do nível de investimento e investir abaixo do nível esperado. Os resultados também demonstram que a relação entre *overinvest* e prejuízo é negativa, ou seja, não há probabilidade de empresas que apresentam prejuízo investirem acima do nível considerado ótimo.

Por fim, os resultados apresentados corroboram Biddle et al. (2009) onde o autor cita que uma maior qualidade nos relatórios financeiros melhora a eficiência dos investimentos. Os resultados encontrados também estão em linha com Lara et al. (2016), que mostram evidências de associação entre o conservadorismo e a redução no *overinvestment*.

Isso pode ser observado pelos resultados apresentados, pois se verifica que uma prática de gerenciamento de resultado aumenta a probabilidade de a empresa ser classificada como *underinvest* ou *overinvest*. Os resultados também corroboram os trabalhos anteriores (Healy & Palepu, 2001; Bushman & Smith, 2001; Lambert et al., 2007), que relatam que o aumento de qualidade nos relatórios financeiros levam às

implicações econômicas relevantes nas empresas, como a eficiência nos investimentos.

5 Conclusão

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

A análise dos dados demonstrou evidências empíricas de que o gerenciamento de resultado está relacionado positivamente com o nível de investimento, e que este pode interferir na probabilidade de a empresa se enquadrar como sobre ou subinvestimento. Portanto, com base nos resultados encontrados, confirma-se que, “quanto maior o nível de gerenciamento de resultados, maior é a probabilidade da companhia de se desviar do nível ideal de investimento”.

De maneira geral, as evidências indicam que a qualidade da informação contábil, medida por meio do nível de gerenciamento de resultados, está relacionada ao nível de eficiência de investimentos realizados por companhias abertas brasileiras. Os resultados demonstram que as empresas que praticam gerenciamento de resultado poderão ter implicações econômicas relevantes, uma vez que o gerenciamento de resultado afeta o nível de investimento das empresas e elas tendem a investir fora do padrão que seria o nível ideal de investimento.

As implicações econômicas poderiam ser tanto um investimento acima do que seria

ideal, ou seja, empresas investem capital em excesso e não há crescimento nas vendas, ou um investimento abaixo do que seria ideal, e nesse caso as empresas perdem oportunidade de retorno em projetos que teriam valor presente líquido (VPL) positivo. Assim, os resultados foram consistentes com a ideia de que a qualidade da informação contábil tem um papel relevante para os gestores, a fim de analisar a eficiência dos investimentos.

Os resultados também corroboram diversos trabalhos na literatura internacional, no que se refere à qualidade da informação contábil e eficiência dos investimentos (Biddle et al., 2009; Bushman & Smith, 2001; Healy & Palepu, 2001; Lambert et al., 2007). Os achados deste trabalho podem servir para subsidiar pesquisas futuras em relação ao tema. Pode-se tentar buscar as causas e efeitos da alteração na relação probabilística entre nível de investimento e variáveis de controle.

Referências

- Ahmed, K., & Courtis, J. K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *British Accounting Review*, 31(1), 35-61.
- Alencar, R. C. (2005). Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. *BBR - Brazilian Business Review*, 2(1), 1-12.
- Antunes, G. A., & Mendonça, M. M. (2008). Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade de informação contábil: Uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. *Anais do Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, Salvador, BA, Brasil, 2.
- Archambault, J. J., & Archambault, M. E. (2003). A multinational test of determinants of corporate disclosure. *International Journal of Accounting*, 38(2), 17-194.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- Biddle, G. C., Callahan, C. M., Hong, H. A., & Knowles, R. L. (2015). *Do adoptions of international financial reporting standards enhance capital investment efficiency?* [Available at SSRN 2353693].
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting Economics*, 32(1), 237-333.
- Chiang, H., & Chia, F. (2005). Analysts financial forecast accuracy and corporate transparency. *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, 10(1), 9-14.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2004). Corporate governance mosaic and financial reporting. *Journal of Accounting Literature*, 23, 87-152.
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, 19(74), 113-124.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo, A., Neto. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 225.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of *accruals* and earnings: The role of accounting *accruals* estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.
- Ferreira, M., & Matos, P. (2008). The Colors of Investors money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.

- Healy, P. M., & Whahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management Literatura and Its Implication for Standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Healy, P., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital Markets: A reviw of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1),405-440.
- Hoogervorst, H. (2012). *Opening Remarks for AICPA Conference on Current SEC and PCAOB Developments*. Recuperado de <http://www.ifrs.org/Alerts/PressRelease/Pages/AICPA-Dec-12.aspx>
- Hope, O. K., Thomas, W. B., & Vyas, D. (2016). Stakeholder demand for accounting quality and economic usefulness of accounting in US private firms. *Rotman School of Management* [Working Paper, (2457956)].
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free Cash Flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- Leuz, C., & Wysochi, P. (2008). *Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research*. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398
- Lopes, A. B. (2002). *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da contabilidade: Uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., & Tukamoto, Y. S. (2007). Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: Uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. *Revista de Administração*, 42(1), 86-96.
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos resultados contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accruals estimation errors. *The Accounting Review*, 77(1), 61-69.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms’ investment decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.
- Murcia, F. D., & Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Paulo, E., & Martins, E. (2007). Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 31.
- Rey, J. M. (2011). *Gerenciamento de Resultados baseado em escolhas contábeis e por decisões operacionais: Estudo do impacto da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras emissoras de ADRs* (Dissertação de Mestrado). Fucape Business School, Boa Vista, Vitória, ES, Brasil.
- Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189.

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

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.

Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 120-138.

Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a relação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 4(42), 35-49.

Wallace, R. S. O., & Naser, K. (1995). Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 14(4), 311-368.

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accruals-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.

Wysocki, P. (2009). Assessing earnings and accruals quality: US and international evidence. *Unpublished working paper*. Cambridge: MIT Sloan School of Management.

Sobre os autores:

1. Flavio Sergio Linhares, Mestre em Ciências Contábeis, Fucape Business School.

E-mail: linharescontador@gmail.com

ORCID

 0000-0002-2405-0956

2. Fábio Moraes da Costa, Doutor em Controladoria e Contabilidade, Fucape Business School.

E-mail: fabio@fucape.br

ORCID

 0000-0002-2098-4006

3. Aziz Xavier Beiruth, Doutor em Controladoria e Contabilidade, Fucape Business School.

E-mail: aziz@fucape.br

ORCID

 0000-0001-6962-3044

Contribuição dos autores:

Contribuição	Flavio Sergio Linhares	Fábio Moraes da Costa	Aziz Xavier Beiruth
1. Definição do problema de pesquisa	√		√
2. Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos)	√		√
3. Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos)	√		
4. Fundamentação teórica/Revisão de Literatura	√	√	
5. Definição dos procedimentos metodológicos	√		√
6. Coleta de Dados	√	√	
7. Análise Estatística	√	√	√
8. Análise e interpretação dos dados	√	√	
9. Revisão crítica do manuscrito			√
10. Redação do manuscrito	√	√	√
11. Outra (favor especificar)			