

---

# QUALIDADE DO LUCRO VERSUS GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DAS COMPANHIAS DE UTILIDADE PÚBLICA LISTADAS NA B3

Josimar Pires da Silva<sup>1</sup>  
Rodrigo De Souza Gonçalves<sup>2</sup>  
Mariana Pereira Bonfim<sup>3</sup>  
Jorge Katsumi Niyama<sup>4</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 26/09/2016 ▪▪ Artigo aceito em: 20/01/2018 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 24/03/2018

## RESUMO

A presente pesquisa teve por objetivo analisar a relação entre qualidade do lucro versus governança corporativa das empresas do setor utilidade pública listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Utilizou-se o banco de dados da Economática® e da B3 e, na amostra, participaram 63 empresas do setor de utilidade pública, por um período de cinco anos, i.e., 2010 a 2014. A persistência dos lucros foi utilizada como proxy da qualidade do lucro e as variáveis dependentes foram: a) Qualidade da auditoria; b) Concentração de propriedade - ON; c) Participação de instituições financeiras no capital votante; d) Participação nos Níveis de Governança Corporativa da B3; e, e) Participação do maior acionista nos fluxos de caixa - PN. Os resultados corroboram as hipóteses da pesquisa, apontando que, quando a empresa é auditada por *Big Four*, quanto maior for a participação de instituições financeiras em ações ordinárias, quando a empresa participa em algum dos níveis de governança corporativa da B3 e quanto maior for a participação do principal acionista ON nos fluxos de caixa, maior é a qualidade do lucro. Mas, em relação à

---

<sup>1</sup> Doutorando em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília. Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – Prédio da FACE – Asa Norte – CEP 70910-900 – Brasília/ DF – Brasil. E-mail: [josimarnx@yahoo.com.br](mailto:josimarnx@yahoo.com.br). Telefone: (66)99977-5298.

<sup>2</sup> Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN. Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade de Brasília. Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – Prédio da FACE – Asa Norte – CEP 70910-900 – Brasília/ DF – Brasil. Email: [roadgoncalves@gmail.com](mailto:roadgoncalves@gmail.com). Telefone: (61) 3107-0812.

<sup>3</sup> Doutoranda em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília. Professora do Departamento de Contabilidade da Universidade Federal Fluminense. Endereço: Rua Desembargador Ellis Hermydio Figueira, nº 783 – Bairro Aterrado – CEP 27213-145 - Volta Redonda/RJ – Brasil. E-mail: [marianabonfim@id.uff.br](mailto:marianabonfim@id.uff.br). Telefone: (24) 3076-8756.

<sup>4</sup> Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Pós-doutor pela University of Otago. Pós-doutor nas Universidade de Coimbra e no Instituto Universitário de Lisboa/ISCTE. Professor Titular da Universidade de Brasília – Departamento de Ciências Contábeis. Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – Prédio da FACE – Asa Norte – CEP 70910-900 – Brasília/ DF – Brasil. E-mail: [jorgekatsumi@gmail.com](mailto:jorgekatsumi@gmail.com). Telefone (61)8200-3254.

concentração de propriedade, ocorre o contrário, quanto maior a concentração de propriedade do principal acionista, pior a qualidade do lucro.

**Palavras-Chaves:** Governança Corporativa; Persistência do Lucro; Qualidade do Lucro.

## **EARNING QUALITY VERSUS CORPORATE GOVERNANCE: AN ANALYSIS OF PUBLIC UTILITY COMPANIES LISTED ON B3**

### **ABSTRACT**

This study aimed to analyze the relationship between quality of earnings versus corporate governance of companies in the sector of utilities listed on the Brasil, Bolsa, Balcão (B3). We used the database of Economática® and B3 and the sample consists of 63 companies in the sector of utilities for a period of five years, i.e., 2010 to 2014. The persistence of the profits was used as proxy for the quality of earnings and the dependent variables were: a) Audit Quality; b) Ownership Concentration ON; c) Institutional shareholdings; d) Participation in Corporate Governance Levels B3; and e) Ownership Concentration PN. The results confirmed the hypothesis of the research, noting that when the company and audited by Big Four, increase the amount of profit; the higher the concentration of ownership of the major shareholder, the worse the quality of the profit; the higher the participation of financial institutions in ordinary shares, the higher the quality of the profit; when the company participates in some of the corporate governance standards of the B3, higher quality of earnings. But as for the higher the concentration, the opposite happen, how higher the concentration of total shares of the largest shareholder, the worse the quality of earnings.

**Key Words:** Corporate Governance, Earnings Persistence, Earnings Quality.

## **1 INTRODUÇÃO**

Qualidade do lucro tem sido objeto de investigação de diversos pesquisadores (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; CHEN et al., 2010; DECHOW; KOTHARI; L. WATTS, 1998; DICHEV et al., 2013; IATRIDIS, 2010; KLANN; BEUREN, 2012; OLUOCH; NAMUSONGE; ONYANGO, 2015; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2011; SILVA et al., 2014), principalmente nos últimos anos, em virtude da adesão ao padrão contábil baseado em princípios, advindos com o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade (IATRIDIS, 2010; KLANN; BEUREN, 2012; SILVA et al., 2014).

Lucros de alta qualidade fornecem informações mais fidedignas sobre as características de desempenho financeiro de uma firma, que são relevantes

para o processo de tomada de decisão pelos usuários (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010). Em linhas gerais, lucros de alta qualidade serão melhores preditores de fluxos futuros de dividendos, e, por conseguinte, melhores preditores do valor das ações ou do valor da empresa.

Muitas pesquisas (ABOODY; HUGHES; LIU, 2005; CHEN et al., 2010; FAN et al., 2004; FRANCIS et al., 2004; IATRIDIS, 2010; LAFOND, RYAN; WATTS, 2008; OGNEVA, 2012; OLUOCH; NAMUSONGE; ONYANGO, 2015; PEROTTI; WAGENHOFER, 2014; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2011; SRIVASTAVA, 2014) têm relacionado qualidade do lucro com outras medidas, visto que a finalidade depende do objetivo do pesquisador. Por exemplo, alguns têm pesquisado qualidade do lucro relacionada ao excesso de retorno (OGNEVA, 2012; OLUOCH; NAMUSONGE; ONYANGO, 2015; PEROTTI; WAGENHOFER, 2014; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2011), outros têm relacionado a qualidade do lucro com o gerenciamento de resultados (CHEN et al., 2010; IATRIDIS, 2010). Ainda existem aqueles que fazem associação da qualidade do lucro com o custo de capital (ABOODY; HUGHES; LIU, 2005; FRANCIS et al., 2004), o efeito das mudanças nas normas contábeis (CHEN et al., 2010), as mudanças da qualidade do lucro no tempo (SRIVASTAVA, 2014) e as práticas de governança corporativa (FAN et al., 2004; LAFOND, RYAN; WATTS, 2008).

A governança corporativa no início do século XXI, após o colapso de grandes empresas como a Enron (maior empresa de energia do mundo) e WorldCom (maior empresa de telecomunicações do mundo), tomou uma nova dimensão no cenário dos negócios, seja pelo questionamento de seu papel no que tange ao alinhamento dos interesses do gestor e principal, seja pela necessidade de introdução de mecanismos adicionais de controle para minimização da expropriação do capital do acionista. Sob a ótica da informação contábil, espera-se que a aplicação dos princípios de governança corporativa promova informações com maior persistência, e que estas repercutam nos mercados financeiros de modo a incentivar o investimento. Concomitantemente, que esta assegure também maior qualidade da informação financeira. Desse modo, tem-se, sob os mecanismos propostos pela governança corporativa, a expectativa de que possam reduzir os custos de agência; limitar o comportamento oportunista da gestão, levando a uma melhor qualidade e confiabilidade das informações e também aumentar o valor da empresa (SHIRI et al., 2012).

Para observação empírica da qualidade dos mecanismos de governança existem várias medidas utilizadas em estudos anteriores, tais como a composição do conselho, participação acionária dos gestores e membros do conselho, estruturas de propriedade em que os direitos de fluxos de caixa divergem do direito de voto e remuneração sob a forma de opções de ações de funcionários. Em alguns casos é proposto um nexos de causalidade entre a governança e qualidade dos lucros; ou seja, mecanismos de governança são fatores determinantes da qualidade dos lucros (FRANCIS; OLSSON; SCHIPPER, 2006).

No entanto essas constatações não são unânimes, uma vez que a qualidade dos lucros pode ser vista como totalmente ou em grande parte discricionária. Por exemplo, Bushman, Chen, Engel e Smith (2004) assumem que

as empresas com medidas de má qualidade constroem estruturas de governança em compensação, como maior monitoramento externo.

Com base no contexto previamente destacado, e nas razões elencadas, o problema de pesquisa pode ser descrito por meio da seguinte pergunta: **qual a relação entre qualidade do lucro versus governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do subsetor utilidade pública?** Para responder ao problema de pesquisa, esta investigação tem como objetivo analisar a relação entre qualidade do lucro versus governança corporativa das empresas do setor utilidade pública listadas na B3.

A primeira motivação deste estudo é a existência de poucos trabalhos empíricos acerca da qualidade dos lucros em economias emergentes, particularmente no contexto brasileiro. A maior parte das pesquisas sobre qualidade do lucro foi realizada em países com mecanismos de governança corporativa mais eficazes. Poucos estudos têm focado em mercados emergentes, nos quais suas estruturas de controle e monitoramento normalmente são mais frágeis, abrindo oportunidade para uma maior expropriação por parte do gestor, sobretudo em face dos acionistas minoritários.

Em segundo lugar, há um debate em curso sobre a associação entre práticas de governança corporativa e qualidade do lucro, visto que para alguns autores existe uma relação positiva (FRANCIS; OLSSON; SCHIPPER, 2006). No entanto, pode-se encontrar uma relação negativa em virtude da construção de mecanismos de governança corporativa para compensar má qualidade do lucro (BUSHMAN et al., 2004).

Terceiro, as pesquisas encontradas não se propuseram a destacar a relação entre qualidade do lucro em setores específicos. Essa pesquisa procura demonstrar qual é o comportamento dos mecanismos de governança corporativa em relação à qualidade do lucro no contexto do setor de utilidade pública e, portanto, apontar de que forma a qualidade da auditoria, concentração de propriedade, participação de instituições financeiras no capital votante, participação nos níveis de governança corporativa da B3 e participação do maior acionista nos fluxos de caixa, interagem com a qualidade do lucro no contexto brasileiro das companhias de utilidade pública.

Essa pesquisa está organizada da seguinte forma: a próxima seção descreve a revisão de literatura e o desenvolvimento das hipóteses; a seção 3 apresenta o percurso metodológico utilizado, bem como a descrição das variáveis do modelo; na quarta seção estão evidenciados os resultados empíricos e as principais discussões e, por fim, a seção 5 apresenta as conclusões e sugestões de pesquisas futuras.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Os objetivos da análise financeira são avaliar o desempenho da empresa, avaliar a medida em que o desempenho atual é indicativo do desempenho futuro e, com base nessa análise, determinar se o preço atual das ações refletem o valor intrínseco da empresa (DECHOW; SCHRAND, 2004). Nesta perspectiva, números de lucros de alta qualidade são aqueles que refletem,

com precisão, o desempenho operacional atual da empresa, é um bom indicador do desempenho operacional futuro (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; DECHOW; SCHRAND, 2004) e é uma medida útil para avaliar o valor da empresa, i.e., os lucros de alta qualidade são bons indicadores dos fluxos de caixa futuros esperados a serem gerados pela empresa e, portanto, são relevantes para avaliação de patrimônio (DECHOW; SCHRAND, 2004).

Dechow, Ge e Schrand (2010) definem qualidade do lucro com base no SFAC n.1, parágrafo 42, o qual afirma que os relatórios financeiros devem fornecer informações sobre o desempenho financeiro de uma empresa durante um período. Assim, "lucros de alta qualidade fornecem mais informações sobre as características de desempenho financeiro de uma firma que são relevantes para uma decisão específica, tomada por um tomador de decisão específico".

Existem três características a serem observadas sobre a definição de qualidade do lucro. Primeiro, ela está condicionada à relevância da informação, de modo que o termo "qualidade do lucro" por si só não tem sentido. Assim, a qualidade do lucro é definida apenas no contexto de um modelo de decisão específico. Em segundo lugar, a qualidade do lucro reportado depende se é informativo sobre o desempenho financeiro da empresa, muitas vezes não observável. Em terceiro lugar, a qualidade do lucro é determinada em conjunto pela relevância do desempenho financeiro subjacente à decisão e pela capacidade do sistema contábil em medir o desempenho. Essa definição sugere que a qualidade possa ser avaliada em relação a qualquer decisão que dependa de uma representação informativa do desempenho financeiro. Não restringe a qualidade para implicar a utilidade da decisão no contexto das decisões de avaliação patrimonial (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

A qualidade do lucro é uma característica fundamental dos relatórios financeiros. Ela incorpora o princípio de que os relatórios financeiros devem ser tão úteis quanto possível aos investidores e outros provedores de capital na tomada de suas decisões de alocação de recursos. Relatórios financeiros de alta qualidade devem melhorar a tomada de decisões e, portanto, a eficiência do mercado de capitais. A qualidade do lucro é, no entanto, uma construção evasiva e as pessoas tendem a compreendê-la de maneiras diferentes. Não há uma medida geralmente aceita, mas a literatura desenvolveu uma variedade de proxies para a qualidade do lucro, que se concentram em atributos particulares sobre qual qualidade de lucro é considerada (PEROTTI; WAGENHOFER, 2014).

Para tanto, acredita-se que maior qualidade dos relatórios financeiros possa aumentar a eficiência dos investimentos (BUSHMAN; SMITH, 2001; HEALY; PALEPU, 2001; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007). Coerente com esse argumento, Biddle e Hilary (2006) evidenciaram que firmas com maior qualidade dos relatórios financeiros apresentam maior eficiência dos investimentos, apresentando menor sensibilidade do fluxo de investimento (BIDDLE; HILARY; VERDI, 2009).

Usuários das informações contábeis geralmente estão interessados em avaliar o desempenho atual, bem como a estimativa de desempenho futuro. Contudo, sabe-se que as informações contábeis estão carregadas de

julgamentos da administração, sendo eles frequentemente associados com *accruals* discricionários. Os gestores podem usar essas escolhas discricionárias de forma oportunista – possivelmente para aumentar sua própria remuneração ou esconder o fraco desempenho – ou podem usar este critério para melhorar o valor informativo do lucro – eventualmente para comunicar aos investidores o desempenho de longo prazo da firma (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011).

Mesmo que os gestores saibam que os efeitos do gerenciamento de resultados eventualmente reverterão, eles têm incentivos para fazê-lo no período atual a fim de manipular o preço das transações. O maior preço das ações associado aos lucros gerenciados, mesmo que a curto prazo, reduz o custo de aquisição de novos capitais, o preço efetivo de uma aquisição e aumenta a riqueza pessoal do gestor (DECHOW; SCHRAND, 2004).

Nos últimos anos, fraudes contábeis descobertas nos mercados de capitais, mais uma vez confirmaram a existência de falhas éticas e a importância da transparência e confiabilidade da informação financeira fornecida para os mercados (LANG; LUNDHOLM, 2000). A resposta regulatória aos escândalos financeiros tem sido tomar medidas para proteger a transparência das informações, mitigar os conflitos de interesse e garantir a independência dos auditores, tudo a fim de proteger os interesses dos investidores e aumentar a confiança dos mercados de capitais (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2002).

Nesse sentido, uma estrutura de governança fraca pode proporcionar uma oportunidade para os gestores se envolverem em comportamentos que acabaria por resultar em uma baixa qualidade de lucros divulgados, o que é indício, dentre outros, de uma deterioração da ética nos negócios (SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014).

Sáenz González e García-Meca (2014) destacam que uma fraca estrutura de governança pode fornecer uma oportunidade para os gestores exercerem um comportamento que pode, eventualmente, resultar em menor qualidade dos relatórios reportados. Sob esse prisma que qualidade do lucro responde a estrutura de governança, i.e., pobre qualidade do lucro está associada com pobre governança (ATHANASAKOU; OLSSON, 2012).

Uma empresa com melhores mecanismos de governança deveria reduzir direitos de controle que acionistas e credores conferem aos gestores, aumentando a probabilidade dos gestores investirem em projetos que criem valor para a empresa e acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Níveis mais elevados de governança corporativa estão associados com menores *accruals* discricionários absolutos e maior qualidade dos lucros. As empresas em categorias mais elevadas de governança corporativa melhoram significativamente a qualidade dos lucros. Empresas com fraca governança corporativa são mais propensas a gerenciar lucros, a fim de atender ou superar as previsões dos analistas (SHIRI et al., 2012).

Na ausência de quaisquer efeitos de governança corporativa, espera-se que a qualidade dos lucros seja pobre. Assim, espera-se que as empresas invistam em melhores mecanismos de governança corporativa, quando a qualidade do lucro é pobre, de forma que a governança corporativa poderia

anular os incentivos induzidos por um ambiente de negócios volátil (ATHANASAKOU; OLSSON, 2012).

Pesquisas recentes têm destacado a relação entre qualidade do lucro e mecanismos de governança corporativa (ATHANASAKOU; OLSSON, 2012; CHOI; LEE; PARK, 2013; CORE; GUAY, 1999; EL-SAYED EBAID, 2013; FAN; WONG, 2002; HAZARIKA; KARPOFF; NAHATA, 2012; HOUQE; ZIJL, 2010; JIANG; ANANDARAJAN, 2009; JIANG; LEE; ANANDARAJAN, 2008; LIN; HWANG, 2010; MACHUGA; TEITEL, 2009; SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014; SHIRI et al., 2012; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Essas pesquisas, conforme Quadro 1, têm evidenciado o impacto de diversos mecanismos de governança corporativa sobre a qualidade do lucro, e.g., Institutional shareholdings (proporção das participações governamentais por instituições financeiras); Auditor Quality (Qualidade da auditoria); Ownership Concentration (proporção de ações mantidas pelo maior acionista da companhia); e, Participação nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3.

**Quadro 1 – Pesquisas Correlatas**

<b>Pesquisa</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Resultado</b>
Athanasak ou e Olsson (2012).	Desenvolver uma estrutura empírica que permita testar conjuntamente os dois principais vínculos entre a qualidade do lucro e a governança corporativa: características de empresas inatas e incentivos gerenciais.	Os resultados apontaram que a baixa qualidade do lucro inato está associada a melhores estruturas de governança, consistente com as empresas que criam esses mecanismos em resposta aos recursos de qualidade do lucro inerente aos seus modelos comerciais e ambientes operacionais, e que, uma melhor qualidade do lucro discricionária está associada a uma melhor governança, consistente com os gerentes que respondem a essas estruturas ao tomar decisões.
Choi, Lee e Park (2013).	Verificar como a governança corporativa afeta a intenção de um gerente em promover a responsabilidade social corporativa (CSR) e verificar a relação entre a transparência financeira e as atividades de CSR afetadas pela afiliação e estrutura de propriedade do grupo empresarial das empresas.	As classificações de CSR estão negativamente correlacionadas com o nível de gerenciamento de resultados. No entanto, a relação é mais fraca para as empresas com uma participação altamente concentrada, o que sugere que as práticas de CSR podem ser usadas abusivamente por essas empresas para ocultar sua má qualidade do lucro. O uso adverso da CSR é desencorajado se a fração de ações de propriedade dos investidores institucionais for alta. No entanto, nenhuma evidência é encontrada para um efeito moderador semelhante para os investidores estrangeiros.
Core e	Verificar se as empresas	Os resultados destacaram que as empresas

<p>Guay (1999).</p>	<p>usam subsídios anuais de opções e ações restritas aos CEOs para gerenciar o melhor nível de incentivos de equidade.</p>	<p>usam subsídios anuais de opções e ações restritas aos CEOs para gerenciar o melhor nível de incentivos de equidade. Ao modelar os níveis ideais de incentivo à equidade para CEOs e usar os resíduos deste modelo para medir os desvios entre as participações de incentivos de ações e níveis ótimos dos CEOs, os resultados apontaram que as concessões de novos incentivos de opções e ações restritas estão negativamente relacionadas a esses desvios. Em geral, as evidências sugerem que as empresas estabelecem níveis ideais de incentivo à equidade e concedam novos incentivos de maneira consistente com a teoria econômica.</p>
<p>El-Sayed Ebaid (2013).</p>	<p>O objetivo deste trabalho é testar se os mecanismos de governança corporativa promovidos pelo Código de Governança Corporativa do Egito são efetivos para melhorar a percepção dos investidores sobre a qualidade dos lucros.</p>	<p>Os achados do estudo revelam que uma forte governança corporativa está associada a maiores percepções quanto à qualidade do lucro do que a fraca governança corporativa. Esses resultados sugerem que a adoção voluntária do Código de Governança Corporativa do Egito pelas empresas egípcias aumenta a percepção dos investidores sobre a qualidade do processo de relatórios financeiros.</p>
<p>Fan e Wong (2012).</p>	<p>Este artigo centra-se nas relações entre a estrutura de propriedade corporativa e a qualidade da informação contábil em sete economias da Ásia Oriental, excluindo o Japão. Examina as relações entre a informatividade dos lucros, medida pela relação lucro-retorno e a estrutura de propriedade de 977 empresas em sete economias do Leste Asiático.</p>	<p>Para essa questão, há que se ressaltar duas situações. Primeiro, a propriedade concentrada e as estruturas piramidais e cruzadas associadas criam conflitos de agência entre donos controladores e investidores externos. Conseqüentemente, os proprietários controladores são percebidos para reportar informações contábeis para fins de interesse próprio, fazendo com que os lucros reportados percam credibilidade para investidores externos. Em segundo lugar, a propriedade concentrada está associada à pouca informatividade dos lucros, uma vez que a concentração de propriedade previne o vazamento de informações sobre as atividades das empresas.</p>
<p>Hazarika, Karpoff e Nahata (2012).</p>	<p>Este artigo tem por finalidade verificar se os controles internos funcionam para disciplinar um tipo de atividade gerencial auto-suficiente,</p>	<p>Os resultados indicam que o gerenciamento de resultados, conforme refletido em <i>accruals</i> discricionários absolutos, aumentam a probabilidade de roteamento forçado de CEOs no ano subsequente.</p>

	gerenciando resultados.	
Houqe e Zijl (2010).	O objetivo desse estudo é examinar se as práticas de governança corporativa têm efeito sobre a qualidade do lucro contábil em Bangladesh.	Usando uma amostra de 648 observações ano/empresa para o período de 2001 a 2006, o resultado sugere que os mecanismos de governança corporativa fornecem maior monitoramento dos relatórios financeiros e esses mecanismos afetam positivamente a qualidade do lucro das empresas.
Jiang e Anandarajan (2009).	O objetivo deste trabalho foi examinar o efeito dos direitos dos acionistas sobre a qualidade dos lucros reportados.	Verifica-se que os direitos dos acionistas mais fortes estão associados a uma maior qualidade de lucro. No entanto, quando as ações das empresas são realizadas predominantemente por instituições com curtos horizontes de investimento (instituições transitórias), o papel dos direitos dos acionistas em restringir a gestão agressiva e oportunista do lucro é significativamente diminuído ou tornado essencialmente ineficaz.
Jiang, Lee e Anandarajan (2008).	Este artigo reexamina a relação entre governança corporativa e qualidade do lucro usando uma medida de governança resumida.	Existem evidências, no período pós-Sarbanes-Oxley, de relação inversa significativa. Níveis mais altos de governança corporativa estão associados a <i>accruals</i> discricionários absolutos mais baixos e maior qualidade do lucro. Além disso, apenas as empresas na categoria mais alta de governança corporativa experimentam uma melhoria significativa da qualidade do lucro. Finalmente, como teste de robustez, a pesquisa documentou que a governança corporativa está negativamente associada a pequenos lucros surpresa. Isso demonstra que as empresas com fraca governança corporativa são mais propensas a gerenciar resultados para atender ou superar as previsões dos analistas.
Machuga e Teitel (2009).	O objetivo deste estudo é investigar se as características do conselho, além da complacência com a independência (divulgação da composição do conselho, propriedade familiar concentrada e diretores compartilhados) estão associadas à melhoria da qualidade do lucro.	As empresas que não possuem participação familiar concentrada ou os diretores compartilhados, têm maiores aumentos na qualidade do lucro em comparação com as empresas que concentraram a participação familiar ou compartilham diretores. A pesquisa conclui que a aplicação de reformas de governança corporativa no nível do conselho, sem considerar ambientes culturais e legais, pode limitar os efeitos desejados da mudança.
Sáenz	O objetivo deste estudo é	Os resultados mostram que, no contexto

González e García-Meca (2014).	examinar a relação entre os mecanismos internos de governança corporativa e gerenciamento de resultados mensurados pelos <i>accruals</i> discricionário.	latino-americano, o papel dos diretores externos é limitado e que os conselhos que se reúnem mais frequentemente assumem uma posição mais ativa no monitoramento dos <i>insiders</i> , mostrando assim menor uso de práticas manipuladoras. Além disso, mostra uma relação não-linear entre propriedade intelectual e <i>accruals</i> discricionários, apontando também para o fato de que a concentração de propriedade pode ser um mecanismo compressor de práticas manipuladoras somente quando a propriedade dos principais acionistas é moderada.
Shiri et al. (2012).	A pesquisa investigou se existe relação entre os mecanismos de governança corporativa e a qualidade do lucro das empresas listadas na Bolsa de Valores de Tehran. O objetivo foi avaliar o efeito dos mecanismos de governança corporativa na melhoria da qualidade dos relatórios financeiros, diminuindo os problemas de agência resultantes dos conflitos entre gestores e detentores de ações.	Os resultados da pesquisa mostram que existe uma relação significativa e positiva entre a proporção de membros não vinculados com a previsibilidade e a persistente do lucro e também a separação do presidente ou vice-presidente e a persistência e, além disso, existe uma relação significativa entre as porcentagens de investidores institucionais, qualidade dos <i>accruals</i> e persistência do lucro.

Fonte: Elaborado pelos autores.

## 2.1 Auditor Quality

Tem sido reconhecido que a auditoria desempenha um papel importante em minimizar as assimetrias de informação entre os *insiders* corporativos e investidores externos e, portanto, melhora na qualidade da informação contida nas demonstrações financeiras (BECKER et al., 1998). Na verdade, muitas acusações de fraude contra companhias estrangeiras listadas nos EUA são devido a uma falta de auditoria e controle financeiro interno (CHEN, 2016).

Houque e Zijl (2010) destacam que os auditores externos desempenham um papel importante no acompanhamento do comportamento gerencial e garantem que a informação oferecida aos acionistas pela administração fornece uma visão justa e verdadeira da empresa. As empresas que têm problemas de agência significativos são mais propensas a empregar um auditor Big 4 (FAN; WONG, 2005). Acredita-se que grandes empresas de auditoria, em

nível internacional, são mais independentes e proporcionam resultados de maior qualidade em comparação com outros auditores.

Becker et al. (1998) e Chen, Lin, & Zhou (2006) relatam que grandes empresas de auditoria permitem menos a utilização de *accruals* discricionários crescentes em comparação com outras empresas. Em linha com essas pesquisas, Houqe e Zijl (2010) acrescentam que uma grande empresa de auditoria parece favorecer melhores mecanismos de governança.

Chia, Lapsley e Lee (2007) examinam o efeito da escolha de auditores em restringir o gerenciamento de resultados dentro de uma estrutura de relatórios financeiros baseado em regras durante a crise financeira asiática e sugerem que as empresas com lucros decrescentes gerenciam resultados durante o período de crise. Os resultados indicam que apenas as grandes empresas de auditoria seriam capazes de restringir significativamente o gerenciamento de resultados dos gestores dessas empresas.

Caramanis e Lennox (2008) testam o esforço da auditoria necessário para reduzir a extensão em que os gestores relatam lucros elevados de forma agressiva. Eles sugerem que quanto menor o esforço de auditoria, maior a proporção em que os gestores são capazes de informar lucros elevados de forma agressiva.

Diante dessas evidências, concernente à qualidade da auditoria, pode-se elaborar a hipótese de que existe uma relação significativa e positiva entre Qualidade da Auditoria e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.

## 2.2 Ownership Concentration

No que tange à estrutura de propriedade, as pesquisas realizadas não têm sido conclusivas, visto que os resultados não convergem entre si, possivelmente devido a maior ou menor pulverização de capital, variando entre os países.

Grandes acionistas desempenham um papel importante no controle interno das empresas, pois o volume de participação incentiva-os a acompanhar e influenciar a estratégia da firma em que eles têm investido (GABRIELSEN; GRAMLICH; PLENBORG, 2002; YEO et al., 2002). Isto significa que uma maior concentração de propriedade deve, de acordo com a hipótese de monitorização eficiente (JENSEN; MECKLING, 1976), conduzir a um comportamento menos oportunista e uma maior tendência a maximização do valor da firma (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983), tendo um impacto positivo sobre a informatividade dos lucros contábeis, uma vez que o aumento da participação do acionista controlador reduz os incentivos deste proprietário de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários (BOUBRAKI et al., 2011; DE MIGUEL; PINDADO; DE LA TORRE, 2004). Neste sentido, De Bos e Donker, (2004) destacam que o aumento da concentração de propriedade é um mecanismo de GC eficaz no monitoramento das decisões contábeis tomadas pela administração e implica em maior qualidade do lucro.

De Bos e Donker (2004) também mostram que o aumento da concentração de propriedade é um mecanismo eficaz de governança

corporativa no acompanhamento das decisões contábeis de incumbência do gestor, tais como mudanças contábeis voluntárias. No entanto, quando o nível de concentração de propriedade é muito alto pode levar a problemas de agência devido à expropriação dos interesses dos acionistas minoritários (BOUBRAKI et al., 2011; LEFORT, 2005).

La Porta *et al.* (1999) destacam que, na maioria das economias em desenvolvimento, há um elevado nível de concentração de propriedade. Uma simples medida de concentração de propriedade pode ser obtido por olhar para o percentual de ações detidas pelos maiores acionistas de um conjunto de empresas (LEFORT, 2005). Lefort (2005) destaca que para as empresas listadas no Brasil, Chile, Colômbia e Peru, e o subconjunto de empresas que emitem ADR na Argentina e no México, o maior acionista individual detém, em média, 53 por cento do total de ações, e os cinco maiores acionistas somam quase 80 por cento do total de ações.

Para o caso de grandes corporações argentinas, Apreada (2000) e De Michele (2002) relatam que entre as 20 maiores companhias listadas, os acionistas controladores detêm 65 por cento do capital. Bebczuk (2005), em uma amostra de 54 grandes empresas argentinas, constatou que a concentração de fluxo de caixa nas mãos dos acionistas controladores da companhia equivale a 57 por cento. No caso do Brasil, Leal (2002) constatou que, em média, os cinco maiores acionistas de uma empresa típica brasileira mantêm 58 por cento do capital total. Leal e Carvalho-da-Silva (2005) constataram que os acionistas controladores recebem, em média, 54 por cento dos fluxos de caixa acumulado pelos acionistas. Resultados semelhantes são encontrados em Lefort e Walker (2000) para as empresas listadas no Chile, em que os cinco maiores acionistas detêm 80 por cento das ações. Para o caso da Colômbia, as evidências fornecidas por Gutierrez, Pombo e Taborda (2005) demonstram que a concentração da propriedade chegou a 65 por cento até o ano de 2002. Por fim, Babatz (1997) confirma as conclusões sobre a concentração da propriedade no México: o maior acionista detém em média 65 por cento das ações das empresas listadas, e 49 por cento no caso das empresas emissoras de ADR.

Com relação à realidade brasileira, diversos autores diferenciam a estrutura de propriedade com base no direito a voto e participação nos fluxos de caixa (DA SILVEIRA et al., 2007; DA SILVEIRA; BARROS, 2008). Quanto maior o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, maior seria a possibilidade de expropriação dos acionistas externos. Isso poderia levar a um pior nível de governança corporativa em decorrência da concentração de direito de controle. Por outro lado, uma maior concentração de direito de controle poderia fazer com que a empresa adotasse melhores práticas de governança corporativa como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação.

No tocante ao percentual do total de ações em posse do controlador, quanto maior fosse esse percentual, menor seria a possibilidade de expropriação, em decorrência de maior participação do acionista controlador nos direitos sobre os fluxos de caixa. Mas também, poderia levar a um pior nível de governança corporativa, visto que a própria participação do controlador no

capital total poderia ser vista como um mecanismo de governança que diminuiria a necessidade da empresa em adotar melhores práticas de governança corporativa (DA SILVEIRA; BARROS, 2008).

Em síntese, para a realidade brasileira, quanto maior o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, em tese, maior a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários e pior o nível de governança corporativa. Por outro lado, quanto maior a participação desse mesmo acionista nos fluxos de caixa, menor a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários.

Com essas evidências, destaca-se uma segunda hipótese, a de que existe uma relação negativa e significativa entre Concentração de Propriedade (ações ordinárias) e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.

Ainda em relação as evidências elencadas, relativas a estrutura de propriedade, porém, quanto à participação nos fluxos de caixa, pode-se elaborar uma terceira hipótese. Existe uma relação significativa e positiva entre Concentração de Propriedade (proporção de ações preferenciais do maior acionista ordinário) e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.

### **2.3 Institutional Shareholdings**

Os investidores institucionais desempenham um papel ativo no controle da discricão gerencial e melhoram a eficiência da informação no mercado de capitais, limitando o oportunismo e promovendo a redução do custo de agência (FERREIRA; MASSA; MATOS, 2010; FERREIRA; MATOS, 2008; SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014; SHLEIFER; VISHNY, 1997) dada a sua participação menos dispersa e melhor acesso a recursos como aconselhamento profissional e analistas de relatórios financeiros (HOUQE; ZIJL, 2010), limitando assim o oportunismo e promovendo a redução dos custos de agência (CHUNG; FIRTH; KIM, 2002; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

No entanto, a literatura existente fornece visões mistas sobre o papel que os investidores institucionais desempenham na governança corporativa (HOUQE; ZIJL, 2010). Uma corrente teórica apresenta investidores institucionais como atores passivos em mecanismos de governança corporativa, devido à sua negociação frequente e apropriação fragmentada das empresas, o que leva a situações em que esses investidores, em vez de assumir um papel ativo nas operações do seu investimento, alienam entidades com mau desempenho (HSU; KOH, 2005).

Uma visão contrastante apresenta os investidores institucionais como participantes ativos em questões de governança, em que as instituições têm uma visão de longo prazo sobre o valor do portfólio de suas empresas. Hsu & Koh (2005) em um estudo sobre o papel da governação dos investidores institucionais na Austrália, descobriram que os investidores institucionais de longo prazo têm um papel ativo na governação das empresas, restringindo as ações de gerenciamento de resultados por parte dos gestores. Outros fatores que contribuem para investidores institucionais, assumindo papéis de governança,

incluem o risco de sofrer perdas maiores devido à sua maior participação nas empresas em relação aos acionistas ordinários individuais (HSU; KOH, 2005).

Lefort (2005) aponta que os investidores institucionais, na América Latina, têm um papel importante na governança corporativa das empresas. A reforma antecipada dos fundos de pensão no Chile, seguido mais tarde por Argentina, Colômbia, Peru e México, deu aos investidores institucionais um papel importante como fornecedores de capital e levou várias alterações às leis do mercado de capitais na região que ajudou a melhorar substancialmente a proteção dos acionistas minoritários, dada a natureza dos fundos administrados e sua influência política (SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014).

Portanto, maior propriedade institucional deve levar a um impacto positivo sobre o comportamento corporativo, porque os gestores seriam desencorajados a gerenciar resultados devido à pressão dos investidores institucionais que se concentra no longo prazo, sugerindo uma relação negativa entre a proporção de ações dos proprietários institucionais na América Latina e o valor absoluto dos *accruals* discricionários (SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014).

A partir dessas constatações, pode-se inferir uma quarta hipótese de que existe uma relação positiva e significativa entre "*Institutional Shareholdings*" e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.

## **2.4 Participação nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3.**

Por fim, as empresas que aderem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3 têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de governança, devendo apresentar, em média, melhores mecanismos de controle para o alinhamento dos interesses do gestor e do principal quando comparadas à outras empresas do seu país de origem (DA SILVEIRA; BARROS, 2008; DA SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

As empresas que aderem voluntariamente aos seguimentos especiais de Governança Corporativa da B3, especialmente Nível 2 e Novo Mercado (Novo Mercado), devem comprometer-se a uma maior transparência e padrões de GC. Portanto, estas empresas deveriam apresentar melhor GC ao nível da empresa do que as empresas listadas nos segmentos de listagem tradicionais (DA SILVEIRA et al., 2007).

Diante disso, pode-se elaborar uma quinta hipótese, em que se destaca a existência de uma relação significativa e positiva entre "Níveis de Governança Corporativa da B3" e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.

## **3 METODOLOGIA**

Esta pesquisa utilizou os dados das demonstrações financeiras publicadas e disponibilizadas ao público em geral no sítio eletrônico da B3. Inicialmente a amostra compreende 73 empresas do setor Utilidade Pública, sendo esta a totalidade de empresas do referido setor (64 empresas do subsetor energia elétrica, 7 empresas do subsetor de água e saneamento e 2 empresas do

subsetor de gás), compreendendo um período de 5 períodos/anos consecutivos, i.e., 2010 a 2014. No entanto, foram retiradas da amostra aquelas empresas que não dispunham da totalidade dos dados necessários para a realização da pesquisa. A amostra final resultou em 63 empresas, visto que 10 foram excluídas. Os dados foram extraídos do banco de dados da Economática® e B3, através do software de divulgação externa EmpresasNet.

Entre os setores elencados pela B3, o de Utilidade Pública é esperado melhor qualidade do lucro, tendo em vista que a posse desse título confere prestígio e credibilidade, além de ser considerada prova do reconhecimento oficial dos serviços prestados pela entidade. Além disso, existem outros benefícios diretos como a possibilidade de a empresa receber doações da União e de suas Autarquias. Para fins de cobrança de imposto de renda, o doador (pessoa jurídica), poderá deduzir da renda bruta as contribuições feitas às entidades declaradas de utilidade pública, conforme a lei 9.249/95 e imunidade fiscal. Vale ressaltar ainda a representatividade do setor entre aqueles elencados na B3, uma vez que, com 73 empresas ocupa a primeira posição no que tange a quantidade de empresas.

No que tange a *proxy* de qualidade do lucro, a presente pesquisa toma por base os trabalhos de Dechow e Schrand (2004); Dechow, Ge e Schrand (2010) e Perotti e Wagenhofer (2014) e foi utilizada a persistência dos lucros, frequentemente abordada na literatura.

A base para mensuração do lucro é o lucro antes dos itens extraordinários (*NIBE*). A métrica utilizada, – mensuração de séries temporais – a Persistência (EQ1) (ou ausência dela) é igual aos resíduos da seguinte regressão:

$$NIBE_{i,t} = \alpha + \beta NIBE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

*NIBE* é igual ao lucro antes dos itens extraordinários, e foi dividido pelo ativo total no início do período *t*.

A utilização dos resíduos se justifica, visto que os resultados de Dechow e Dichev (2002) demonstram uma relação negativa entre o desvio padrão dos resíduos e a persistência, e, nível dos *accruals* e persistência.

Para tanto, assumem-se as três premissas, a seguir:

1. Maior magnitude dos *accruals* (neste caso os resíduos da equação 1), menor qualidade do lucro (DECHOW; DICHEV, 2002);
2. Menor magnitude dos *accruals* (neste caso os resíduos da equação 1), maior persistência (DECHOW; DICHEV, 2002);
3. Relação negativa entre o desvio padrão dos resíduos e a persistência (DECHOW; DICHEV, 2002).

Então, maior volatilidade dos resíduos da equação (1) pode ser interpretada como menor qualidade do lucro. Dessa forma, os resíduos da regressão (1) são usados nesse estudo como *proxy* para qualidade do lucro, em relação a persistência, e, utilizados como variável dependente na regressão OLS

– equação (2) – para testar a associação entre governança corporativa e qualidade do lucro, conforme modelo com dados em painel a seguir:

$$Y_{it} = \alpha + \gamma X_{it} + \delta' Z_{it} + u_{it} \quad (2)$$

em que  $Y_{it}$  é a variável persistência (PER);  $\alpha$  é a constante da regressão;  $\gamma$  é o coeficiente associado a  $X_{it}$ , que são as variáveis - qualidade da auditoria (**AUDQUA**), concentração de propriedade (**OWNCON**), participação do maior acionista ON nos fluxos de caixa (**OWNPROP**), *institutional shareholdings* (**INST**) e adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa (**BOV**);  $u_{it}$  é o erro aleatório da regressão, sendo  $u_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ ;  $\delta$  é um vetor coluna 1 x 1 de coeficientes da variável de controle e  $Z_{it}$  é um vetor coluna 1 x 1 da variável de controle, cujos componentes são:

**PER<sub>t</sub>** = Resíduos da equação (1),  $NIBE_{i,t} = \alpha + \beta NIBE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

**AUDQUA** = Variável dummy com valor 1 se a firma é auditada por uma BIG4 e 0, caso contrário.

**OWNCON** = Quantidade de ações ordinárias mantidas pelo maior acionista da companhia dividida pela totalidade das ações ordinárias.

**OWNPROP** = Quantidade de ações preferenciais mantidas pelo principal acionista ON, dividida pela totalidade das ações preferenciais.

**INST** = Número de ações mantidas por instituições financeiras/número total de ações ordinárias.

**BOV** = Variável *dummy* com valor 1 se a empresa é participante dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e zero para demais.

**CAP** = Ativos não correntes (fixos)/ativos totais.

Como praxe, a variável de controle foi inserida no modelo com objetivo de buscar maior robustez aos resultados encontrados. As variáveis e suas mensurações são resumidas e justificadas no Quadro 2.

**Quadro 2 – Resumo das variáveis**

Variáveis	Sinal Esperado	Justificativa
<b>Variáveis Dependentes</b>		
Persistência (PER)		As empresas com lucros mais persistentes têm lucros/fluxo de caixa mais sustentáveis que irá torná-los mais úteis na avaliação dos preços das ações (DECHOW et al., 2010; PEROTTI; WAGENHOFER, 2014).

<b>Variáveis Explanatórias</b>			
Auditor Quality (AUDQUA)		Negativo	Segundo Kabir et al. (2008) acredita-se que as maiores empresas de auditoria são comumente mais independentes e fornecem auditorias de melhor qualidade em comparação com outros auditores, que por sua vez resulta em relatórios financeiros de melhor qualidade (HOUQE; ZIJL, 2010), corroborando a primeira hipótese que evidencia a existência de relação significativa e positiva entre Qualidade da Auditoria e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.
Ownership Concentration (OWNCON)	ON	Positivo	Grandes acionistas desempenham um papel fundamental no controle interno das empresas, pois o volume de participação incentiva-os a acompanhar e influenciar a estratégia da firma em que eles têm investido (GABRIELSEN; GRAMLICH; PLENBORG, 2002; SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014), identificando, assim com a segunda hipótese, que demonstra uma relação significativa negativa entre Concentração de Propriedade e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.
Participação do maior acionista nos fluxos de caixa (OWNPROP)	ON	Negativo	Quanto maior o percentual de ações totais em posse do acionista controlador, menor possibilidade de expropriação. Essa situação poderia levar a um melhor nível de Governança Corporativa em virtude da participação do controlador nos fluxos de caixa (DA SILVEIRA; BARROS, 2008; HOUQE; ZIJL, 2010; SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014). Desse modo, compreende-se a terceira hipótese, que evidencia a existência de uma relação significativa e positiva entre Concentração de Propriedade (proporções de ações preferenciais do maior acionista ordinário) e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.
Institutional shareholdings (INST)		Negativo	É esperado que os investidores institucionais melhor monitorem as ações dos gestores, dada a sua participação menos dispersa e melhor acesso a recursos como aconselhamento profissional e analistas de relatórios (HOUQE; ZIJL, 2010; SÁENZ GONZÁLEZ; GARCÍA-MECA, 2014), de maneira que existe uma relação significativa e positiva entre "Institutional Shareholdings" e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3 como propôs a quarta hipótese.

Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa	Negativo	As empresas que aderem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa têm que se enquadrar em padrões mais rígidos de transparência e Governança Corporativa, devendo apresentar melhor qualidade do lucro (DA SILVEIRA; BARROS, 2008) resultando na quita hipótese, a qual demonstra a existência de uma relação significativa e positiva entre “Níveis de Governança Corporativa da B3” e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3.
<b>Variável de Controle</b>		
Capital intensity (CAP)	Negativo	Young (1999 apud HOUQE; ZIJL, 2010) relata uma associação negativa entre a intensidade de capital e a qualidade do lucro. Houqe <i>et al.</i> (2010) destacam como proxy para intensidade de capital a razão dos ativos não circulantes para os ativos totais

Fonte: Elaborado pelos autores.

### 3.1 Limitações

A pesquisa foi realizada utilizando um setor específico como amostra – utilidade pública – e os resultados podem ser inferidos para tal setor, de forma que não podem ser generalizadas para os demais setores atingindo a totalidade das empresas brasileiras.

No que tange a *proxy*, para a qualidade do lucro, foi utilizada a persistência do lucro, para a qual obteve-se os resíduos da equação 1. Desta forma, a presente pesquisa se limita a demonstrar a qualidade do lucro com base na persistência, não podendo fazer maiores inferências quanto a outras modalidades de qualidade do lucro.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para verificar a relação entre qualidade do lucro e governança corporativa, foi utilizada como *proxy* para qualidade do lucro a persistência (PER). As demais variáveis estão destacadas na tabela 1. Esses resultados demonstram que: a) a maioria das ações com direito a voto das empresas pesquisadas não são de propriedade direta de instituições financeiras, i.e., apenas 7,57% pertencem a esse tipo de entidades; b) a maioria são auditadas por empresas Big Four, o que em tese, levaria a adoção de melhores práticas contábeis; e, c) 31% das empresas pesquisadas participam dos níveis de Governança Corporativa da B3.

**Tabela 1: Estatística descritiva**

VARIÁVEIS	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
PER	-0,00162	-0,00769	13,36907	-6,72784	0,92238
AUDQUA	0,64444	1,00000	1,00000	0,00000	0,47944

OWNCON	0,72605	0,73660	1,00000	0,15700	0,25194
INST	0,07577	0,00000	1,00000	0,00000	0,18670
BOV	0,31746	0,00000	1,00000	0,00000	0,46623
OWNPROP	0,23191	0,00000	1,00000	0,00000	0,36337
CAP	0,13085	0,00022	0,94744	0,00000	0,27877

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 2 apresenta os coeficientes de correlação dos pares de variáveis. Os testes (não relatados) mostram que, não há nenhuma variável de previsão que produz um fator de inflação da variância maior ou igual a 10, corroborando a ideia de que multicolinearidade não é um problema para a estimativa da equação de regressão (2). A relação de maior valor foi entre as variáveis BOV e OWNCON (-0,534079), OWNPROP e OWNCON (0,429259) e OWNPROP e BOV (-0,38167), indicando baixa correlação entre as variáveis do modelo.

**Tabela 2: Análise de correlação das variáveis**

	PER	AUDQUA	OWNCON	INST	BOV	OWNPROP	CAP
PER	1						
AUDQUA	-0,016766	1					
OWNCON	0,014746	0,022218	1				
INST	-0,011976	0,059388	-0,278579	1			
BOV	-0,016103	0,193131	-0,534079	0,098031	1		
OWNPROP	-0,001526	0,002017	0,429259	-0,24675	-0,38167	1	
CAP	-0,006913	0,004744	-0,019614	-0,11435	-0,11871	0,058833	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

Suplementarmente foram analisados os demais pressupostos básicos, i.e., normalidade dos resíduos, homocedasticidade e autocorrelação. No que tange à normalidade dos resíduos, foi realizado o teste de Jarque-Bera, o qual indicou que os resíduos não seguem uma distribuição normal. No entanto, utilizou-se como suporte, o Teorema do Limite Central, com base em Gujarati e Porter (2011), em que para amostras maiores que 100 observações, presume-se a distribuição normal, i.e., o pressuposto da normalidade está restrito para as amostras que contêm menos de 100 observações.

Quanto a autocorrelação dos resíduos, utilizou-se o teste de Durbin-Watson e obteve-se o valor 1,715208, demonstrando a não existência de autocorrelação dos resíduos. Para o pressuposto da homocedasticidade dos resíduos, utilizou-se o teste de Breusch-Pagan-Godfrey, que demonstrou a não existência de heterocedasticidade.

Adicionalmente foi realizado o teste Breusch-Pagan e o teste F (Chow) para detectar o melhor modelo e os resultados evidenciaram a não existência do efeito grupo e tempo. Dessa forma, foi realizada regressão sem efeitos de grupos e tempo (*pooled*) e, subsequentemente, efeitos aleatórios para

confirmar os sinais esperados das variáveis e os resultados podem ser visualizados na Tabela 3, a seguir.

As colunas A, B, C e D da Tabela 3, revelam os resultados da regressão OLS estimada da equação (2) em que foram estimados da seguinte forma: coluna A, *pooled* sem variável de controle; coluna B, efeitos aleatórios sem variável de controle; coluna C, *pooled* com variável de controle; e, coluna D, efeitos aleatórios com variável de controle. Coeficientes negativos indicam menores resíduos e, portanto, maior qualidade do lucro.

Auditor *quality* é negativamente relacionado com PER e significativa ( $t = -4,8420$ ). Esse resultado demonstra que a utilização de empresas de auditoria, dentre aquelas listadas entre as *Big Four*, leva a maior qualidade do lucro, corroborando, por sua vez, a primeira hipótese, que destacou a existência de uma relação significativa e positiva entre Qualidade da Auditoria e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3, e, convergente com os resultados de Houqe *et al.* (2010). Esse resultado suporta a hipótese de que a auditoria de tais empresas conduz seus trabalhos de forma mais autônoma, induzindo, por sua vez, a existência de melhores estruturas de governança corporativa, e que estas possam resultar em melhor qualidade da informação contábil, neste caso - o lucro.

**Tabela 3 – Análise da Regressão das variáveis Governança Corporativa e controle sobre Persistência**

VARIÁVEIS	A	B	C	D
	<i>t-value</i> (sig)	<i>t-value</i> (sig)	<i>t-value</i> (sig)	<i>t-value</i> (sig)
INTERCEPTO	-0,1358	0,0520	2,5626	0,4518
	0,8921	0,9586	0,0109	0,6517
AUDQUA	-4,8420	-0,2143	-4,8148	-0,2104
	0,0000	0,8304	0,0000	0,8335
OWNCON	2,6596	0,1494	2,3260	0,1360
	0,0082	0,8813	0,0207	0,8919
INST	-1,5113	-0,9439	-3,1617	-0,8646
	0,1317	0,3460	0,0017	0,3879
BOV	-1,8579	-1,4634	-4,9268	-1,1756
	0,0641	0,1444	0,0000	0,2407
OWNPROP	-2,0793	-0,1932	-2,5582	-0,1912
	0,0384	0,8470	0,0110	0,8485
CAP			-4,6300	-0,4372
			0,0000	0,6623
<b>Efeitos</b>	<b>Pooled</b>	<b>Aleatórios</b>	<b>Pooled</b>	<b>Aleatórios</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,09361</b>	<b>0,00073</b>	<b>0,21449</b>	<b>0,00080</b>
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	<b>0,07894</b>	<b>-0,01543</b>	<b>0,19919</b>	<b>-0,01865</b>

<b>F</b>	<b>6,38232</b>	<b>0,04548</b>	<b>14,0171</b>	<b>0,04145</b>
<b>(sig)</b>	<b>0,00001</b>	<b>0,09877</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,99970</b>

Fonte: Dados da Pesquisa.

Uma vez que os auditores têm a capacidade de detectar e prevenir o gerenciamento de resultados, tornando-se monitores efetivos, por meio da identificação e comunicação de suas detecções ao público, os gestores terão menos incentivos, ou estarão abstendo-se, no tocante ao gerenciamento de resultados. De certo modo, a utilização de empresas *Big Four* como auditoras de empresas brasileiras, pode estar produzindo reflexos positivos em relação à qualidade da informação, sobretudo do lucro, dessas companhias.

A utilização de auditores *Big Four* pelas companhias brasileiras, pode resultar em maior transparência da informação, mitigando conflitos de interesse e garantindo a proteção dos investidores, seja por exigir maior e melhor divulgação das informações financeiros como por impulsionar por melhores estruturas de governança (HOUQ; ZIJL, 2010), ocasionando um aumentando da confiança dos mercados de capitais. Nesse sentido, uma estrutura de governança forte, pode proporcionar menos oportunidade para os gestores se envolverem em comportamentos que acabariam por resultar em uma menor qualidade dos lucros relatados.

A variável *ownership concentration* (ON) está positivamente relacionada com persistência (PER) e significativa ( $t = 2,6596$ ). Esse resultado é divergente da maioria das pesquisas realizadas em nível internacional. No entanto, é convergente com a segunda hipótese, que ressaltou uma relação negativa e significante entre Concentração de Propriedade e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3 e com Da Silveira e Barros (2008) que pesquisou o contexto brasileiro. De acordo com os resultados de Da Silveira e Barros (2008), quanto maior o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, em tese, maior será a possibilidade de expropriação dos acionistas externos, e, portanto, menor qualidade do lucro, corroborando, desse modo, a segunda hipótese. É importante destacar que esse resultado corrobora a especificidade do ambiente brasileiro, no qual essa característica abre espaço para a decisões não convergem para os interesses dos acionistas minoritários, e por consequência, a expropriação do capital dos mesmos.

Nessa linha, os resultados apontaram a aceitação da terceira hipótese, que prevê a existência de uma relação significante e positiva entre Concentração de Propriedade (participação nos fluxos de caixa do maior acionista ordinário) e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3, pois o percentual de ações preferenciais de posse do acionista controlador (*Ownership Concentration PN*) foi negativamente relacionado a PER e significante ao nível de 5% ( $t = -2,0793$ ). Esses achados são consistentes com Da Silveira e Barros (2008) que destacaram que quanto maior o percentual de ações totais em posse do acionista controlador, menor possibilidade de expropriação. Essa situação poderia levar a melhores práticas de governança corporativa em virtude da maior participação do controlador nos fluxos de caixa (DA SILVEIRA; BARROS, 2008).

Para Da Silveira e Barros (2008), uma grande concentração de direitos nos fluxos de caixa pelos acionistas dominantes, pode estar alinhando seus interesses com os de acionistas minoritários. A probabilidade de expropriação poderia ser reduzida por tal alinhamento de interesses e, desta forma, a qualidade do lucro ser positivamente associada a essa concentração de direitos de fluxo de caixa pelos acionistas dominantes.

O resultado da variável *institutional shareholdings* é negativamente relacionada com PER ( $t = -1,5113$ ), no entanto não significativa (sig. = 0,1317). Dessa forma, não foi possível aceitar a quarta hipótese, a qual elencou a existência de uma relação significativa e positiva entre "Institutional Shareholdings" e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3. No entanto, o sinal esperado se confirmou, apontando que, possivelmente os investidores institucionais possuem mecanismos de melhor monitoramento das ações dos gestores, dada a sua participação menos dispersa e melhor acesso a recursos como aconselhamento profissional e analistas de relatórios, conforme destacado por Houque et al. (2010).

No tocante à adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa (BOV), é negativamente relacionado a PER e significativa a 10% ( $t = -1,8579$ ). Foi possível aceitar a quinta hipótese, que inferiu uma relação significativa e positiva entre "Níveis de Governança Corporativa da B3" e Qualidade do Lucro das empresas listadas na B3, ainda que com parcimônia, visto que se esperava que as empresas ao aderirem aos níveis de governança corporativa da B3 evidenciassem maior qualidade do lucro. Esse resultado vai ao encontro daqueles evidenciados por Silveira e Barros (2008) em que as empresas que aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de transparência e governança corporativa, devendo apresentar melhor qualidade do lucro.

Uma possível explicação para a baixa significância deste resultado pode ser decorrente da construção empírica da variável, haja vista que se aceitou como padrão superior de mecanismos de governança o fato de a empresa estar listada em qualquer dos níveis de governança da B3. Contudo, sabe-se que as exigências do novo mercado, por exemplo, são superiores a todos os demais níveis (nível 1 e 2) e aquelas não listadas (tradicional), porém pode ser que não seja o suficiente para o que Jiang, Lee e Anandarajan (2008) afirmam quanto a estruturas de governança corporativa consideradas superiores às demais organizações ao ponto de apresentar melhoria significativa na qualidade do lucro.

Adicionalmente, os resultados foram estimados admitindo-se a existência do efeito de grupo (efeitos aleatórios). A coluna B, da tabela 3 destaca os principais resultados encontrados, em que para todas as variáveis, os sinais esperados são confirmados, indo ao encontro das discussões já realizadas nesse tópico.

De forma suplementar, foi inserida a variável CAP (Intensividade de capital), a qual destaca o percentual de ativos não circulantes em relação aos ativos totais, conforme também utilizado por Houque et al. (2010). Os resultados são corroborados, i.e., os sinais são aqueles esperados e a variável INST, que não

havia sido significativa, passou a ser altamente significativa, conforme coluna C da tabela 3.

Além do mais, a robustez do modelo se elevou, visto que o  $R^2$  que era 0,09361 passou a ser 0,21449, corroborando a importância da variável CAP para o modelo utilizado.

Por fim, os resultados foram confirmados, com a inserção da variável CAP utilizando a estimação admitindo-se a existência do efeito de grupo (efeitos aleatórios). A coluna D, da tabela 3 destaca os principais resultados encontrados, em que para todas as variáveis, os sinais esperados são confirmados, indo ao encontro dos demais achados.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta dessa pesquisa foi investigar a relação entre qualidade do lucro versus governança corporativa das empresas do setor utilidade pública listadas na B3.

Como *proxy* para qualidade do lucro foi escolhida a persistência dos lucros. Como mecanismos de governança corporativa foi utilizado: a) Qualidade da Auditoria; b) Ownership Concentration; c) Institutional Shareholdings; d) Participação nos Níveis de Governança Corporativa da B3; e, e) Concentração de Ações totais do controlador. Adicionalmente foi utilizada a relação entre ativos fixos e ativos totais (CAP) como variável de controle.

Os resultados iniciais apontaram uma relação positiva entre qualidade do lucro e qualidade da auditoria, Níveis de Governança Corporativa da B3 e Participação do principal acionista ON em ações PN e uma relação negativa entre qualidade do lucro e Ownership Concentration ON, i.e., foi possível confirmar as hipóteses um, dois, três e cinco. Não foi possível, inicialmente, confirmar a hipótese quatro, Institutional Shareholdings. No entanto, o sinal Obtido (relação positiva com a qualidade do lucro) foi o mesmo esperado.

Com a inserção da variável de controle (CAP) foi possível confirmar  $H_4$ , além das demais, isto é, quando a empresa é auditada por *Big Four*, melhor a qualidade do lucro; quanto maior a concentração de propriedade do principal acionista, pior a qualidade do lucro; quanto maior a participação de instituições financeiras em ações ordinárias, maior a qualidade do lucro; quando a empresa participa em algum dos níveis de governança corporativa da B3, maior a qualidade do lucro; e, quanto maior a concentração de ações totais do maior acionista, melhor a qualidade do lucro.

De acordo com as perspectivas, consideramos que a qualidade do lucro das companhias é maior quando as estruturas de governança corporativa são mais fortes. Além disso, os resultados são consistentes em todas as medidas de governança corporativa e corroboramos os achados da literatura anterior de que a qualidade do lucro, baseada nos resíduos da persistência, mostra relação significativa e consistente com variáveis de governança corporativa quando aplicadas às empresas brasileiras.

A evidência neste estudo oferece uma ponte entre as duas perspectivas, de qualidade do lucro e de governança corporativa, demonstrando como a qualidade do lucro é moldada pelo ambiente corporativo, sobretudo pelos mecanismos de controle. No mesmo resultado, a pesquisa contribui para a literatura no sentido de reforçar os estudos sobre os efeitos da governança em setores específicos. Sáenz González e García-Meca (2014), Houqe e Zijl (2010) e Da Silveira e Barros (2008) haviam destacado esta relação, de forma abrangente, de modo que a presente pesquisa, converge para com a relação existente na análise geral para a setorial.

Ademais, a pesquisa corrobora a importância das variáveis ambientais na relação entre governança corporativa e qualidade do lucro, i.e., as diferentes estruturas de capital praticadas no Brasil em comparação com os países desenvolvidos, modifica o impacto na qualidade da informação. Se por um lado, maior concentração de propriedade, no que tange à ações ordinárias está de acordo com a hipótese do monitoramento eficiente em países desenvolvidos, no Brasil, esse fato leva a expropriação dos acionistas minoritários e, portanto, menor qualidade do lucro reportado. Por outro lado, quanto maior for a participação desse grande acionista, nos fluxos de caixa, a expropriação dos acionistas minoritários é mitigada, de modo que ocorra alinhamento dos interesses do acionista dominante com os minoritários, conforme destaca Da Silveira e Barros (2008).

A utilização de empresas *Big Four* como auditoras de empresas brasileiras, além de transmitir confiabilidade aos investidores, apresenta forte relação com a persistência do lucro, produzindo reflexos positivos em relação à qualidade da informação fornecida aos usuários. De certo modo, pode ser resultado do monitoramento eficiente, em virtude da capacidade dos auditores em detectar e prevenir o comportamento oportunista dos gestores, por meio da identificação e comunicação de suas detecções ao público.

Convergente com as evidências relacionadas ao papel dos investidores institucionais como monitores da qualidade do lucro, os resultados sustentam a ideia de que investidores institucionais são, em média, mais sofisticados no que tange ao monitoramento eficiente do que os investidores individuais, de modo que os lucros são mais informativos quando a sofisticação do investidor (i.e., a propriedade institucional) é maior.

Destaca-se, ainda, a eficiência dos mecanismos de governança da B3 em virtude da necessidade de se enquadrar, as empresas, a padrões mais rígidos de transparência e governança corporativa. As empresas que aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 têm apresentado melhor qualidade do lucro, segundo Da Silveira e Barros (2008), sobretudo em relação à persistência.

Em linhas gerais os achados da pesquisa são correlatos com aqueles encontrados em pesquisas de nível internacional, conforme já destacado na construção das hipóteses. No entanto, os resultados relativos à estrutura de propriedade devem ser interpretados com cautela em virtudes dos fatores ambientais, os quais podem conferir resultados distintos, dependendo do contexto ao qual as companhias estiverem inseridas.

Recomenda-se novas pesquisa relacionadas à qualidade do lucro versus governança corporativas, utilizando outros setores de atuação e ainda outros mecanismos de governança corporativa, além daqueles utilizados nessa pesquisa.

## REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; HUGHES, J.; LIU, J. Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 43, n. 5, p. 651–673, 2005.
- ATHANASAKOU, V.; OLSSON, P. Earnings Quality, Corporate Governance, and Earnings Quality. **Working Paper**, 2012.
- BECKER, C. L. et al. The effect of audit quality on earnings management. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 1–24, 1998.
- BIDDLE, G. C.; HILARY, G.; VERDI, R. S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? **Journal of Accounting and Economics**, v. 48, n. 2–3, p. 112–131, 2009.
- BOUBRAKI, N. et al. Incorporation Law, Ownership Structure, and Firm Value: Evidence from Canada. **Journal of Empirical Legal Studies**, v. 8, n. 2, p. 358–383, 2011.
- BUSHMAN, R. et al. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 2, p. 167–201, 2004.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting & Economics**, v. 23, p. 1–115, 2001.
- CARAMANIS, C.; LENNOX, C. Audit effort and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 1, p. 116–138, 2008.
- CHANEY, P. K.; FACCIO, M.; PARSLEY, D. The quality of accounting information in politically connected firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 1–2, p. 58–76, 2011.
- CHEN, H. et al. The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from the European Union. **Journal of International Financial Management Accounting**, v. 21, n. 3, p. 220–278, 2010.
- CHEN, K. Y. .; LIN, K. .; ZHOU, J. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, v. 20, n. 1, p. 86–104, 2006.
- CHEN, L. Local Institutions, Audit Quality, and Corporate Scandals of US-Listed Foreign Firms. **Journal of Business Ethics**, p. 351–373, 2016.
- CHIA, Y. M.; LAPSLEY, I.; LEE, H.-W. Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 2, p. 177–196, 2007.
- CHOI, B. B.; LEE, D.; PARK, Y. Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Earnings Quality: Evidence from Korea. **Corporate Governance: An International Review**, v. 21, n. 5, p. 447–467, 2013.

- CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM, J. B. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. **Journal of Corporate Finance**, v. 8, n. 1, p. 29–48, 2002.
- CORE, J.; GUAY, W. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 2, p. 151–184, 1999.
- DA SILVEIRA, A. D. M. et al. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração**, v. 44, n. 3, p. 173–189, 2007.
- DA SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. DE C. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. **Journal of Chemical Information and Modeling**, v. 14, n. 3, p. 160, 2008.
- DA SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. DE C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC, Curitiba**, v. 12, n. 3, p. 763–788, 2008.
- DE BOS, A.; DONKER, H. Monitoring Accounting Changes: empirical evidences from the Netherlands. **Corporate Governance**, v. 12, n. 1, p. 60–73, 2004.
- DE MIGUEL, A.; PINDADO, J.; DE LA TORRE, C. Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 12, p. 1199–1207, 2004.
- DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2–3, p. 344–401, 2010.
- DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accruals Estimation Errors. **The Accounting Review**, v. 77, p. 35–59, 2002.
- DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; L. WATTS, R. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 133–168, 1998.
- DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. Earnings quality. **Research Foundation of CFA Institute**, p. 1–160, 2004.
- DICHEV, I. D. et al. Earnings quality: Evidence from the field. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 2–3, p. 1–33, 2013.
- EL-SAYED EBAID, I. Corporate governance and investors' perceptions of earnings quality: Egyptian perspective. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 13, n. 3, p. 261–273, 2013.
- FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1980.
- FAMA, E. F. ; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control Separation of Ownership and Control. **Journal of law and economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.
- FAN, J. P. H. et al. Politically-connected CEOs , Corporate Governance and Post-IPO Performance of China ' s Newly Partially Privatized Firms a Chinese University of Hong Kong. **Corporate Governance**, n. December, 2004.
- FAN, J. P. H. ; WONG, T. J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia. **Journal of Accounting**

**Research**, v. 43, n. 1, p. 35–72, 2005.

FAN, J. P. H.; WONG, T. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 401–425, 2002.

FERREIRA, M. A.; MASSA, M.; MATOS, P. Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 2, p. 601–644, 2010.

FERREIRA, M. A.; MATOS, P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 499–533, 2008.

FRANCIS, J. et al. Costs of equity and earnings attributes. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 967–1010, 2004.

FRANCIS, J.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. Earnings Quality. **Journal of Chemical Information and Modeling**, v. 4, n. vol. 1, p. 259–340, 2006.

GABRIELSEN, G.; GRAMLICH, J. D.; PLENBORG, T. Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non-US setting. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 29, n. 7–8, p. 967–988, 2002.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. [s.l: s.n.].

HAZARIKA, S.; KARPOFF, J. M.; NAHATA, R. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 44–69, 2012.

HEALY, P. M. .; PALEPU, K. G. A Review of the Empirical Disclosure Literature. **Journal of Chemical Information and Modeling**, v. 53, n. December, p. 160, 2001.

HOUQUE, N.; ZIJL, T. VAN. Does Corporate Governance affect Earnings Quality: Evidence from an Emerging Market. **Academy of Taiwan**, ..., n. 2006, p. 1–12, 2010.

HSU, G. C. M.; KOH, P. S. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. **Corporate Governance**, v. 13, n. 6, p. 809–823, 2005.

IATRIDIS, G. International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. **International Review of Financial Analysis**, v. 19, n. 3, p. 193–204, 2010.

JENSEN, M. C. .; MECKLING, W. H. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–360, 1976.

JIANG, W.; ANANDARAJAN, A. Shareholder rights, corporate governance and earnings quality. **Managerial Auditing Journal**, v. 24, n. 8, p. 767–791, 2009.

JIANG, W.; LEE, P.; ANANDARAJAN, A. The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. **Advances in Accounting**, v. 24, n. 2, p. 191–201, 2008.

KLANN, R. C.; BEUREN, I. M. Gerenciamento de Resultados: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRSs. **Anais do**

**Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Rio de Janeiro, RJ, Brasil**, v. 36, p. 1–18, 2012.

LAFOND, RYAN; WATTS, R. L. Earnings Smoothing, Governance and Liquidity: International Evidence. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 447–478, 2008.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 45, p. 385–420., 2007.

LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? **Contemporary Accounting Research**, v. 17, n. 4, p. 623–662, 2000.

LEFORT, F. Ownership structure and corporate governance in Latin America. **Revista Abante**, v. 8, n. 1, p. 55–84, 2005.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 1–32, 2002.

LIN, J. W.; HWANG, M. I. Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis. **International Journal of Auditing**, v. 14, n. 1, p. 57–77, 2010.

MACHUGA, S.; TEITEL, K. Board of director characteristics and earnings quality surrounding implementation of a corporate governance code in Mexico. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 18, p. 1–13, 2009.

OGNEVA, M. Accrual quality, realized returns, and expected returns: the importance of controlling for cash flow shocks. **The Accounting Review**, v. 87, n. 4, p. 415–444, 2012.

OLUOCH, J.; NAMUSONGE, G.; ONYANGO, S. Effect of accruals quality on equity security market returns: evidence from the nairobi securities exchange. **European Scientific Journal**, v. 11, n. 10, p. 132–151, 2015.

PEROTTI, P.; WAGENHOFER, A. Earnings Quality Measures and Excess Returns. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 41, n. 5–6, p. 545–571, 2014.

RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 1–2, p. 1–20, 2011.

SÁENZ GONZÁLEZ, J.; GARCÍA-MECA, E. Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? **Journal of Business Ethics**, v. 121, n. 3, p. 419–440, 2014.

SHIRI, M. M. et al. Corporate Governance and Earning Quality : Evidence from Iran. **Middle-East Journal of Scientific Research**, v. 11, n. 6, p. 702–708, 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. Vol. LII, n. No. 2, p. 737–783, 1997.

SILVA, J. P. DA; et al. Adoção das Normas Internacionais de Contabilidade como Possível Fator para Práticas de Gerenciamento de Resultados : uma análise das Empresas do Subsetor de Energia Elétrica da BM & FBovespa. **XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 2014.

SRIVASTAVA, A. Why have measures of earnings quality changed over time?

**Journal of Accounting and Economics**, v. 57, n. 2–3, p. 196–217, 2014.

YEO, G. H. H. . et al. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings. **Journal of Business, Finance and Accounting**, v. 29, n. 7, p. 1023–1046, 2002.