

PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UM ESTUDO EM COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

GEOVANNE DIAS DE MOURA

FURB

geomoura@terra.com.br

FRANCISCA FRANCIVÂNIA RODRIGUES RIBEIRO MACÊDO

Fundação Universidade Regional de Blumenau

francymacedo2011@gmail.com

NEUSA MARIA DA COSTA GONÇALVES SALLA

Fundação Universidade de Blumenau

neusalla@via-rs.net

PAULO ROBERTO DA CUNHA

FURB - Universidade Regional de Blumenau

pauloccsa@furb.br

PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UM ESTUDO EM COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

1 INTRODUÇÃO

À medida que o mercado de capitais se desenvolve no Brasil, aumenta também o número de investidores institucionais nas companhias. Esses investidores são grupos que incluem, principalmente, companhias de seguros, bancos, entidades fechadas de previdência privada e fundos de investimento, ou seja, são constituídos por investidores individuais que juntos ganham força e detêm mais ações em comparação a um único acionista ordinário individual (KE; RAMALINGEGOWDA, 2005; PUNSUVO, 2006; VELURY; JENKINS, 2006; CROCI; GONENC; OZHAN, 2012).

Estes investidores institucionais normalmente realizam investimentos visando benefícios de longo prazo, por isso, tendem a desempenhar um papel ativo no monitoramento das decisões gerenciais (TAN; KEEPER, 2008). Consoante a esse pensamento, Ke e Ramalingegowda (2005) mencionam que a presença de tais investidores pode resultar em mudanças significativas no comportamento das empresas em que investem, por meio de suas atividades de monitoramento, uma vez que, passam a monitorar os demonstrativos financeiros das empresas e geralmente incentivam o aumento da transparência.

Aumento de transparência é algo fundamental para os usuários no processo de tomada de decisões, pois, quando as informações são evidenciadas de maneira clara, objetiva e completa, proporcionam maior segurança (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). Nesse sentido, os investidores institucionais, conforme apontam Jiambalvo, Rajgopal e Venkatachalam (2002) tem desempenhado um papel de destaque nos esforços para aumento de transparência visando a proteção e acompanhamento de seus investimentos.

Para que ocorra aumento de transparência, os investidores institucionais tem exigido que as informações evidenciadas sejam de qualidade, ou seja, que reflitam a verdadeira situação da entidade, na qual o usuário possa se basear para a tomada de decisões. Para medir a qualidade da informação contábil, não existe apenas uma única métrica, mas sim, diversos modelos que capturam diferentes propriedades, dentre elas: gerenciamento de resultados, conservadorismo, relevância, tempestividade da informação, persistência e oportunidade (WANG, 2006; LOPES, 2009; ALMEIDA, 2010).

Neste trabalho a qualidade da informação contábil será observada por meio do gerenciamento de resultados, assim como nos estudos de Ke e Ramalingegowda (2005), Barth, Landsman, Lang (2007), Dallabona (2011) e Moura, Hall e Toledo Filho (2012), no qual ressaltam que os resultados contábeis das empresas que apresentam menor gerenciamento de resultados, irão destacar maior qualidade nas informações contábeis.

Nessa perspectiva, segundo Jiambalvo, Rajgopal e Venkatachalam, (2002), Ke, Ramalingegowda (2005) e também Hadani, Goranova e Khan (2011), empresas que possuem maiores participações de investidores institucionais em seus quadros acionários são menos propensas a realizarem gerenciamento de resultados.

Então, diante do exposto, emerge a pergunta de pesquisa que orienta este estudo: há relação entre a participação acionária de investidores institucionais e o gerenciamento de resultados contábeis em companhias abertas brasileiras? Assim, o objetivo norteador desta pesquisa é analisar a relação entre a participação acionária de investidores institucionais e o gerenciamento de resultados contábeis em companhias abertas listadas na BM&FBovespa.

A pesquisa dessa relação torna-se importante, pois, segundo Hadani, Goranova e Khan (2011), a maioria das pesquisas relacionadas a investidores institucionais investigaram o impacto de tais investidores no desempenho das empresas e na contribuição para melhoria das práticas de governança corporativa, no entanto, o impacto dos investidores institucionais para

monitoramento e redução do gerenciamento de resultados ainda merece atenção e maiores investigações.

2 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Os investidores institucionais, grupo de investidores que tem recebido crescente e contínua atenção na literatura (DONG; OZKAN, 2007), negociam uma grande quantidade de títulos, incluem organizações diversas (por exemplo, fundos de investimento, fundos de pensão, companhias de seguros, fundos de bancos e fundações universitárias, etc.) e minimizam o problema do *free-rider*, que se configura principalmente quando a propriedade é dispersa (CROCI; GONENC; OZHAN, 2012).

Ameer (2010) relata que os investidores institucionais (*blockholders*) são mais metódicos e conseguem realizar uma melhor avaliação do desempenho gerencial em comparação com o investidor comum. Isso ocorre porque os investidores institucionais estão mais bem instruídos acerca das ações da entidade (CHAKRAVARTY; 2001; SIAS; STARKS; TITMAN, 2006; BAIK; KANG; KIM, 2010), possuem vantagens em termos de apoio financeiro e acesso informacional, além de serem exímios na detecção das reais condições das operações executadas (DAI; KONG; WANG, 2013). Desse modo, têm maior possibilidade de verificar, a partir do aparato de informações constantes na contabilidade, o comportamento do gerenciamento de resultados (FEI, SU; NING, 2013).

Ademais, ao se comparar os investidores individuais com os institucionais, percebe-se que os últimos contém forte solidez financeira, pessoal, profissional e, também rica experiência em investimentos (FEI, SU; NING, 2013). Emamgholipour et al. (2013) destacam ainda que os investidores institucionais realizam relevante papel na formação das diferentes alterações nos sistemas de governança corporativa, como monitorar o desempenho da gestão e limitar o comportamento oportunista do *insider*).

Gillan e Starks (2000) destacam que o ativismo institucional pode beneficiar os acionistas minoritários, reduzindo os potenciais custos de agência e assegurando que os gestores ajam em prol dos interesses dos acionistas. Em outras palavras, esses *blockholders* suscitam um acompanhamento eficaz da gestão, influenciando inclusive as políticas estratégicas engendradas na empresa (CROCI; GONENC; OZHAN, 2012).

Entretanto, An e Zhang (2013) esclarecem que os investidores institucionais não agem despropositadamente, afinal eles possuem maiores incentivos para monitorar os gestores e conservar uma maior participação na empresa por um período mais longo.

Ressalta-se, todavia, que os investidores institucionais estão presentes também no mercado de capitais, tornando-se cada vez mais importantes nesse meio. A respeito dessa assertiva, Dai, Kong e Wang (2013) mencionam que os mercados de ações nos Estados Unidos são amplamente dominados por investidores institucionais, bem como, há um rápido crescimento deles na China, desde 1998 quando despontaram os primeiros fundos de investimento mobiliários no país, ao ponto destes profissionais estarem entre os dez maiores acionistas no mercado chinês. No Brasil, a presença de investidores institucionais também é crescente, conforme evidenciaram Ferri e Soares (2009) e Macêdo, Moura e Hein (2013).

Observa-se que a temática investidores institucionais está na pauta das pesquisas realizadas por estudiosos ao longo dos anos, como exemplo podem ser citados alguns trabalhos recentes, tais como os de Alti, Kaniel, Yoeli (2012), Maffett (2012), Hsieh (2013), Fedenia, Shafer e Skiba (2013), Callen e Fang (2013).

3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Nas últimas décadas, a globalização dos mercados aumentou sobremaneira e, trouxe consigo um grande mote de exigências aos investidores, especialmente no que concerne à harmonização internacional do processo de informação financeira (BARTH et al., 2012;

ZHANG; UCHIDA; BU, 2013), transparência das informações e atividades empresariais e, como consequência, traçou-se uma nova postura nas ações da entidade, investidores e gestores, proporcionando também o surgimento de potencial gerenciamento de resultados nas ações da entidade.

O gerenciamento de resultados configura-se quando os gerentes agem arbitrariamente na elaboração dos relatórios financeiros ou na estrutura das transações da entidade com o fito de alterar esses relatórios ou de enganar alguns *stakeholders* acerca do desempenho econômico da empresa, ou ainda objetivando influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis reportados (HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2001; GE; KIM, 2013) não sendo, portanto, uma fonte confiável para a tomada de decisão.

A prática do gerenciamento dos resultados ocorre pela discricionariedade, ou seja, pela escolha de alternativas válidas que possibilitam a manipulação dos *accruals*, que são valores adicionados positivos e/ou negativos, de modo a gerar aumento ou redução no lucro (COLAUTO; BEUREN, 2006). O registro dos *accruals*, segundo Xavier (2007), pode ocorrer pelas regulamentações ou determinações legais (não discricionárias) ou oportunidade e escolha conforme o julgamento do gestor (*accruals* discricionários).

Para medir o gerenciamento é necessário separar os *accruals* discricionários e não discricionários dos *accruals* totais. Para essa separação é necessário a utilização de modelos matemáticos, segundo Martinez (2001) e Lopes e Tukamoto (2007) os principais modelos para calcular os *accruals* discricionários e não discricionários foram os estabelecidos por Healy (1985); DeAngelo (1986); Jones (1991); Jones modificado (DECHOW et al, 1995) e KS (KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995).

Acredita-se que algum nível de gerenciamento de resultados existe em muitas empresas, se não na maioria daquelas de capital aberto (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005), o que sinaliza não ser ao acaso que a prática de gerenciamento de resultados pelos gestores das empresas tenha sido reconhecida há muito tempo por acadêmicos e profissionais. Durante os últimos 30 anos, numerosos estudos tem sido elaborados para investigar os determinantes do gerenciamento de resultados das empresas sob diversos contextos (MARTINEZ, 2001; CHEN et al., 2010; HÖGLUND, 2013; ZHANG; UCHIDA; BU, 2013) devido, principalmente, a uma série de fraudes contábeis e casos de violação, tanto no país de origem quando no estrangeiro (DAI; KONG; WANG, 2013).

Sob o contexto abordado, a prática do gerenciamento de resultados impacta negativamente na qualidade dos demonstrativos financeiros e contribui para o aumento da assimetria informacional entre gestores e proprietários/acionistas em virtude de distorcer a qualidade dos resultados apresentados (MARTINEZ, 2001; BISPO, 2010; HADANI; GORANOVA; KHAN, 2011). Reduz dessa forma, a autenticidade das informações contábeis e ludibria os investidores quando da tomada de decisão, prejudicando a função do mercado de capitais no tocante à alocação de recursos (FEI; SU; NING, 2013), o que pode afetar as estimativas de fluxos de caixa futuros dos acionistas (GE; KIM, 2013).

Evidências recentes da literatura trabalham diversos tipos de gerenciamento de resultados (ZHAO et al., 2012), bem como sobre as relações mais complexas, como aquelas entre o gerenciamento de resultados e a dívida/diversificação (RODRIGUEZ; HEMMEN, 2010; DAI; KONG; WANG, 2013; GE; KIM); remuneração (MACHADO, 2012; IBRAHIM; LLOYD, 2011; ADUT; HOLDER; ROBIN, 2013); governança (JAGGI; LEUNG; GUL, 2009; KASIPILLA; MAHENTHIRAN, 2013); normas de contabilidade (JEANJEAN; STOLOWY, 2008; KLANN, 2011; FORNARO; HUANG, 2012; GAO, 2013); regulação (BAIK; KWAK; LEE, 2011; HWANG; CHIOU; WANG, 2013); investidores institucionais (HADANI; GORANOVA; KHAN, 2011; FEI; SU; NING, 2013; EMAMGHOLIPOUR et al.; 2013).

4 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Hadani, Goranova e Khan (2011) analisaram o efeito do ativismo dos acionistas (conforme expresso pelas propostas de procuração promovidos por acionistas) e acompanhamento por parte do maior proprietário institucional sobre o gerenciamento de resultados. Os resultados indicaram que o número de propostas de acionistas recebidas pelas empresas estavam positivamente relacionadas com o gerenciamento de resultados posterior, mas ao mesmo tempo, o monitoramento pelos maiores proprietários institucionais estava negativamente relacionado com o gerenciamento de resultados.

Salajeghe et al. (2012) investigaram o impacto da estrutura de propriedade sobre o gerenciamento de resultados de 212 empresas listadas na Bolsa de Teerã durante o período de 2006 a 2008. Os autores definiram os investidores institucionais como variável *dummy* de zero e um e encontraram como resultado uma relação positiva e significativa entre investidores institucionais e o gerenciamento de resultados.

Ramadan (2012) investigou o impacto dos investidores institucionais na flexibilidade da contabilidade em cerca de 70 empresas listadas na Bolsa de Valores de Amman no período de 2002 a 2010. Neste estudo, os acréscimos de capital de trabalho foram mensurados pelo modelo de Jones modificado como um indicador da flexibilidade da contabilidade incorporada. Os resultados da pesquisa mostraram que houve uma relação significativa e negativa entre investidores institucionais e flexibilidade da contabilidade das empresas.

Fei, Su e Ning (2013) examinaram a relação existente entre os retornos anormais acumulados nas ações Shenzhen do banco de dados Csmar Vento e o gerenciamento de resultados. A amostra foi composta por empresas de Xangai e o período foi de 2009 a 2011. Os autores utilizaram o modelo transversal de Jones modificado para medir o grau de gerenciamento de resultados e introduziram os investidores institucionais como variável, formando variáveis cruzadas com aquelas de gerenciamento de resultados, com o objetivo de mensurar se os investidores institucionais afetariam a reação do gerenciamento de resultados no preço de mercado. Eles encontraram uma associação negativa entre as acumulações discricionárias inesperadas e os retornos anormais acumulados no grupo da participação institucional mais elevado. Os resultados apontaram também que os investidores institucionais poderiam identificar o gerenciamento de resultados e colocá-lo no mecanismo de preço de mercado.

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de atender ao objetivo proposto no artigo, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados. Como procedimentos estatísticos, foram usadas medidas de estatísticas descritivas (médias, mínimos, máximos e desvio padrão), regressão linear e análise de correlação de Pearson.

A população objeto do estudo é composta pelas companhias abertas listadas em todos os setores da BM&FBovespa. A amostra é considerada intencional não probabilística, compreendendo as cinco maiores empresas de cada setor econômico, usando como critério de análise o ativo total, contudo, ressalta-se que foram selecionadas apenas àquelas que possuíam os valores necessários para cálculo do gerenciamento de resultados, tendo assim uma amostra final composta por 43 empresas. A justificativa para a escolha das cinco maiores empresas de cada setor recai na representatividade que possuem em seus respectivos setores econômicos.

Em um primeiro momento, foi verificado em cada empresa, qual era o percentual de ações ordinárias que possuíam os investidores institucionais nos anos de 2009 e 2010. Salienta-se, que o dados foram obtidos por meio dos Relatórios de Referências disponíveis no *site* da BM&FBovespa.

Na sequência foi calculado o gerenciamento de resultados, por meio dos *accruals* discricionários. Sendo assim, inicialmente foi necessário determinar os *accruals* totais comparando o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional, calculado por meio do método indireto. Após, pela regressão matemática, estimaram-se os *accruals* discricionários. Quanto menor a discricionariedade, menor o gerenciamento do resultado. Para o cálculo da regressão linear, entre vários métodos, preferiu-se o modelo Jones Modificado, um dos modelos mais utilizados em pesquisas sobre gerenciamento de resultado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), conforme Equação 1:

Equação (1)

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (AI_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-1$;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t ;

ΔCR_{it} = variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa i do período $t-1$ para o período t ;

AI_{it} = saldo da conta Ativo Imobilizado e Ativo Diferido da empresa i no ano t ;

ε_{it} = erro da regressão;

A ponderação dos valores pelos ativos totais ocorre para evitar a influência do tamanho da empresa nos resultados.

O modelo Jones Modificado, além de ser um dos mais utilizado na literatura, também possibilita uma maior praticidade na execução. De acordo com Guay, Kothari e Watts (1996) o modelo Jones Modificado gera *accruals* sólidos ao desempenho e oportunismo, destacando os *accruals* discricionários.

Por fim, para atingir o objetivo da pesquisa, realizou-se o teste de *Kolmogorov-Smirnov* para testar se a distribuição amostral possuía normalidade dos dados. O resultado do teste foi positivo, sendo assim, foi possível utilizar o coeficiente de correlação de *Pearson* para verificar a relação entre a participação acionária de investidores institucionais e o gerenciamento de resultados em companhias abertas listadas na BM&FBovespa.

5 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Primeiramente, apresentam-se os índices do gerenciamento de resultados de acordo com os setores econômicos e níveis de governança corporativa da BM&FBovespa nos anos de 2009 e 2010. Em seguida, apresentam-se os percentuais de ações ordinárias (direito a voto) em posse de investidores institucionais no ano de 2009 e 2010 nas empresas da amostra. Por último demonstram-se os resultados da correlação de *Pearson* que possibilitou alcançar o objetivo do estudo.

Na Tabela 1 apresentam-se os índices de gerenciamento nas empresas da amostra no período de 2009, de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa.

Tabela 1 – Índices de gerenciamento do ano de 2009 de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Bens industriais	5	-0,1221	0,0600	-0,0120	0,0804
Construção e transporte	5	-0,0100	0,1600	0,0600	0,0616
Consumo cíclico	5	-0,0795	0,0100	-0,0380	0,0349

Consumo não cíclico	4	-0,0358	0,0600	0,0025	0,0465
Materiais básicos	4	-0,0600	0,0500	-0,0050	0,0493
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	0,0000	0,0400	0,0133	0,0231
Tecnologia da informação	4	-0,0300	0,0700	0,0000	0,0469
Telecomunicações	3	-0,1022	-0,0300	-0,0533	0,0404
Utilidade pública	5	-0,0200	0,0300	0,0100	0,0187
Totais	38	-0,1200	0,1600	-0,0008	0,0539

Fonte: dados da pesquisa.

Em relação aos índices de gerenciamento no ano de 2009, de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa, percebe-se na Tabela 1, que o setor econômico de construção e transporte se destacou com a maior média (0,0600), ou seja, o sentido maior dos ajustamentos de competência é de aumentar o lucro. Este setor também possuía a empresa com maior índice de gerenciamento positivo da amostra. O índice mínimo desse setor foi -0,0100 e o desvio padrão (0,0616), superior ao desvio padrão médio total (0,0539), demonstra que existem grandes desigualdades nesse setor. Os setores de consumo não cíclico, petróleo, gás e biocombustíveis, tecnologia da informação e utilidade pública também apresentaram índices médio positivos.

Também é possível perceber, na Tabela 1, que o setor de telecomunicações possuía a menor média (-0,0533), ou seja, nesse setor o sentido maior dos ajustamentos de competência é de reduzir os resultados contábeis. O índice mínimo desse setor foi -0,1000 e o máximo também foi negativo (-0,0300). O desvio padrão (0,04046), muito próximo ao desvio padrão médio total (0,0539), novamente evidencia a existência de desigualdades. Os setores de bens industriais, consumo cíclico e de materiais básicos também apresentaram índices médios negativos.

De modo geral, verifica-se ainda na Tabela 1, que o sentido maior dos ajustamentos de competência, para o ano de 2009 foi de reduzir os resultados contábeis, pois a média geral foi equivalente a -0,0008. No entanto, verifica-se que poucas empresas realizaram gerenciamentos negativos em maiores proporções (observado quando o índice é $< -0,10$), pois, no ano de 2009 foram identificadas apenas duas empresas.

Percebe-se também, que apenas no setor de construção e transporte havia empresa com índices de gerenciamento superiores a 0,10, sendo assim, também não ocorreram gerenciamentos positivos em altas proporções no ano de 2009 nas empresas analisadas.

Na Tabela 2, estão expostos os índices de gerenciamento nas empresas da amostra, referentes ao ano de 2009, de acordo com os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa.

Tabela 2 – Índices de gerenciamento do ano de 2009 de acordo com os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Tradicional	12	-0,1000	0,0700	-0,0083	0,0517
Nível 1	9	-0,0600	0,0600	-0,0011	0,0462
Nível 2	4	-0,1200	0,0500	-0,0325	0,0699
Novo Mercado	13	-0,0700	0,1600	0,0162	0,0564
Totais	38	-0,1200	0,1600	-0,0008	0,0539

Fonte: dados da pesquisa.

Ao analisar a Tabela 2, nota-se que apenas as empresas listadas no novo mercado apresentaram índice médio positivo (0,0162). Verifica-se que o sentido maior dos ajustamentos de competência entre as empresas do novo mercado é para aumentar os resultados contábeis. Cabe destacar que a empresa com maior índice de gerenciamento positivo da amostra (0,1600) estava listada nesse nível de governança. O índice mínimo foi de -0,0700 e o desvio padrão de 0,0564 demonstra que existem desigualdades entre as 13 empresas desse nível.

É possível constatar ainda na Tabela 2, que as empresas do nível 2 possuíam a menor média (-0,0325), ou seja, nesse nível de governança o sentido maior dos ajustamentos de competência era de reduzir os resultados contábeis. Nesse nível também estava a empresa com menor índice de gerenciamento negativo da amostra (-0,1200). O índice máximo desse nível foi 0,0500 e desvio padrão foi o mais elevado (0,0699). As empresas listadas no mercado tradicional e no nível 1 também apresentaram índices médios negativos, porém, muito próximos a zero.

É importante destacar que as empresas constantes no mercado tradicional e no Nível 1, que poderiam ser consideradas com nível de proteção inferiores, obtiveram os menores índices médios de ajustamento. Por outro lado, os maiores índices de ajustamentos de competência, tanto positivos quanto negativos, eram de empresas constantes em níveis de proteção aos acionistas considerados superiores.

Adiante, na Tabela 3, apresentam-se os índices de gerenciamento nas empresas da amostra, no período de 2010, de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa.

Tabela 3 – Índices de gerenciamento do ano de 2010 de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Bens industriais	5	0,0300	0,2800	0,1240	0,1069
Construção e transporte	5	-0,0900	0,3600	0,1140	0,1644
Consumo cíclico	5	-0,1000	0,1400	-0,0120	0,0942
Consumo não cíclico	4	-0,0100	0,0800	0,0175	0,0427
Materiais básicos	4	-0,0400	-0,0100	-0,0250	0,0173
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	-0,0700	0,4000	0,1167	0,2495
Tecnologia da informação	4	-0,1400	0,0900	-0,0050	0,0975
Telecomunicações	3	-0,1100	-0,0900	-0,0967	0,0115
Utilidade pública	5	-0,0800	0,0400	-0,0120	0,0487
Índices médios de gerenciamento	38	-0,1400	0,4000	0,0284	0,1212

Fonte: dados da pesquisa.

Em relação ao ano de 2010, novamente de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa, nota-se na Tabela 3, que o setor de bens industriais se destacou com a maior média (0,1240), evidenciando maiores ajustamentos de competência para aumentar o resultado contábil. O índice mínimo desse setor foi de 0,0300 e o máximo de 0,2800. O desvio padrão (0,1069) foi um dos mais elevados, demonstrando assim, grandes desigualdades entre as empresas nesse setor.

O setor de petróleo, gás e biocombustíveis (0,1167) e o setor de construção e transporte (0,1140) também apresentaram índices médios positivos e bastante próximos ao setor de bens industriais. Destaca-se que a empresa com maior índice de gerenciamento positivo no ano de 2010 (0,4000) era do setor de petróleo, gás e biocombustíveis. O setor de construção e transporte também possuía uma empresa com índice de gerenciamento positivo elevado (0,3600).

Na Tabela 3, também é possível perceber que novamente o setor de telecomunicações possuía a menor média (-0,0967), ou seja, no ano de 2010, novamente ocorreram maior ajustamentos de competência para redução dos resultados contábeis. O índice mínimo desse setor foi -0,1100 e o máximo também foi negativo (-0,0900). O desvio padrão (0,0115%) novamente evidencia a existência de desigualdades. A empresa com menor índice de gerenciamento no ano de 2010 (0,1400) era do setor de tecnologia da informação.

De modo geral, verifica-se ainda na Tabela 3, que o sentido maior dos ajustamentos de competência para o ano de 2010 foi de aumentar os resultados contábeis, pois a média geral foi equivalente a 0,0284. Cabe ressaltar que seis empresas realizaram gerenciamentos positivos em maiores proporções (observado quando o índice é > 0,10), sendo que, uma

encontra-se no setor de petróleo, gás e biocombustível, duas no setor de construção e transporte, duas no de bens industriais e uma no setor de consumo cíclico.

Percebe-se também, que apenas no setor de tecnologia da informação e de telecomunicações haviam empresas com índices de gerenciamento negativo superiores a 0,10, portanto, no ano de 2010, também não ocorreram gerenciamentos negativos em altas proporções nas empresas analisadas.

Na Tabela 4, estão expostos os índices de gerenciamento nas empresas da amostra, referentes ao ano de 2010, de acordo com os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa.

Tabela 4 – Índices de gerenciamento do ano de 2010 de acordo com os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Mercado tradicional	12	-0,1400	0,1400	-0,0325	0,0789
Nível 1	9	-0,0400	0,1900	0,0222	0,0743
Nível 2	4	-0,1000	0,0700	0,0150	0,0785
Novo mercado	13	-0,0900	0,4000	0,0931	0,1614
Índices médios de gerenciamento	38	-0,1400	0,4000	0,0284	0,1212

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme demonstrado na Tabela 2, no ano de 2010, apenas as empresas listadas no mercado tradicional apresentaram índice médio negativo (-0,0325). Sendo assim, verifica-se que o sentido maior dos ajustamentos de competência entre as empresas do mercado tradicional é para reduzir os resultados contábeis, assim como já havia ocorrido no ano de 2009. Destaca-se que a empresa com maior índice de gerenciamento negativo da amostra (-0,1400) estava listada nesse nível de governança. O índice máximo foi de 0,1400 e o desvio padrão de 0,0789 demonstra que existem desigualdades entre as 12 empresas desse nível.

A Tabela 4 evidencia ainda que as empresas do novo mercado possuíam a maior média (0,0931), ou seja, nesse nível de governança o sentido maior dos ajustamentos de competência era de aumentar os resultados contábeis. Nesse nível também estava a empresa com o maior índice de gerenciamento positivo da amostra (0,4000), repetindo o que já havia ocorrido em 2009. O índice mínimo desse nível foi -0,0900 e desvio padrão foi o mais elevado (0,1614).

As empresas listadas no nível 1 e 2 também apresentaram índices médios positivos, diferindo do ano de 2009, quando os índices médios foram negativos. Na sequência, na Tabela 5, apresentam-se as estatísticas descritivas da proporção de investidores institucionais em relação ao total de ações ordinárias das companhias da amostra no ano de 2009.

Tabela 5 – Percentuais de ações ordinárias em posse de investidores institucionais no ano de 2009 de acordo com os setores da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Bens industriais	5	0	19	11	10
Construção e transporte	5	0	25	9	11
Consumo cíclico	5	0	7	5	3
Consumo não cíclico	4	0	28	14	15
Materiais básicos	4	0	7	3	4
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	0	7	2	4
Tecnologia da informação	4	0	10	5	4
Telecomunicações	3	1	49	33	28
Utilidade pública	5	0	44	23	21
Índices médios de gerenciamento	38	0	49	11	15

Fonte: dados da pesquisa.

Em relação ao total de ações ordinárias em posse dos investidores institucionais nas empresas da amostra, percebe-se, na Tabela 5, que o setor econômico de telecomunicações se destacou, pois apresentou a maior proporção média de investidores institucionais equivalente a 33%. O percentual mínimo nesse setor foi de 1% e o máximo foi de 49%. O alto desvio padrão (28%) demonstra a falta de homogeneidade entre as empresas. Os setores de utilidade pública e consumo não cíclico também possuíam empresas com maiores percentuais médios de ações ordinárias em posse de investidores institucionais, com 23% e 14% respectivamente.

Observa-se ainda, na Tabela 5, que o setor de petróleo, gás e biocombustíveis possuía as empresas com menores proporções de investidores institucionais da amostra, com média de apenas 2% de ações ordinárias em posse de tais investidores. O percentual mínimo nesse setor foi de 0% e o máximo foi de apenas 7%. O desvio padrão de 4%, comparativamente com os outros setores, demonstra menores desigualdades. Os setores de materiais básicos e tecnologia da informação também possuíam empresas com baixos percentuais médios de ações ordinárias em posse de investidores institucionais, com 3% e 5% respectivamente.

De forma geral, têm-se uma proporção média de 11%. Em diversas empresas não haviam ações em posse de investidores institucionais, enquanto que a maior participação de investidores institucionais é equivalente a 49% de ações ordinárias. Cabe destacar que nenhuma empresa ultrapassou uma proporção maior que 49%, no entanto, percebe-se uma boa representatividade de investidores institucionais no capital social das empresas.

Na Tabela 6, apresentam-se as estatísticas descritivas da proporção de investidores institucionais em relação ao total de ações ordinárias (direito a voto) das companhias da amostra no ano de 2009.

Tabela 6 – Percentuais de ações ordinárias em posse de investidores institucionais no ano de 2009 de acordo com os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	N^o empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Mercado tradicional	12	0	49	14	21
Nível 1	9	0	29	8	10
Nível 2	4	0	15	7	6
Novo mercado	13	0	39	13	13
Índices médios de gerenciamento	38	0	49	11	15

Fonte: dados da pesquisa.

Ao analisar a Tabela 6, verifica-se que no ano de 2009 as empresas do mercado tradicional se destacaram, pois, apresentaram o maior percentual médio de ações ordinárias (14%) em posse de investidores institucionais e superaram os índices das empresas do novo mercado que são aquelas consideradas com maiores níveis de proteção aos acionistas conforme previsto pela BM&FBovespa (2011). O percentual mínimo desse nível foi 0%, o máximo foi 49% e o alto desvio padrão (21%) demonstra a falta de homogeneidade nesse setor.

Nota-se ainda, na Tabela 6, que as empresas listadas no nível 2 apresentaram um participação média de investidores institucionais de apenas 7%, muito próximo ao índice das empresas do nível 1. O índice mínimo das empresas listadas no nível 2 foi de 0% e o máximo de 15%. Nas empresas listadas no nível 1, o menor índice também foi de 0% e o maior de 29%. As empresas do nível 1, no entanto, demonstraram-se menos homogêneas em virtude do desvio padrão ser superior.

Tabela 7 – Percentuais de ações ordinárias em posse de investidores institucionais no ano de 2010 de acordo com os setores da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Bens industriais	5	0	19	10	9
Construção e transportes	5	0	25	9	11
Consumo cíclico	5	0	7	5	3
Consumo não cíclico	4	0	41	17	20
Materiais básicos	4	0	8	4	4
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	0	8	5	4
Tecnologia da informação	4	0	10	5	4
Telecomunicações	3	1	49	33	28
Utilidade pública	5	0	51	26	25
Índices médios de gerenciamento	38	0	51	12	16

Fonte: dados da pesquisa.

Quanto ao ano de 2010, no que se refere a análise por setor econômico, nota-se na Tabela 7, que o setor de telecomunicações se destacou novamente, pois apresentou a maior participação média de investidores institucionais equivalente a 33%. O percentual mínimo nesse setor continuou de 1% e o máximo de 49%. O alto desvio padrão de 28% continua expondo as desigualdades entre as empresas. Os setores de utilidade pública e consumo não cíclico também continuam com empresas que possuem maiores percentuais médios de ações ordinárias em posse de investidores institucionais, com 26% e 17% respectivamente. Destaca-se que os percentuais nesses dois setores elevaram-se no ano de 2010.

Também é possível observar na Tabela 7 que, no ano de 2010, o setor de materiais básicos passou a ser o setor com as empresas que possuíam os menores percentuais médios de investidores institucionais da amostra, com apenas 4%. O percentual mínimo nesse setor foi de 0% e o máximo foi de apenas 8%. O desvio padrão de 4%, comparativamente com os outros setores, demonstra menores desigualdades. Os setores de petróleo, gás e biocombustíveis e tecnologia da informação continuam apresentando empresas com baixos percentuais médios de ações ordinárias em posse de investidores institucionais, ambos com 5%.

De forma geral, têm-se uma proporção média que se elevou de 11% em 2009 para 12% em 2010. Novamente evidenciou-se um cenário em que diversas empresas não possuíam ações em posse de investidores institucionais. A maior participação de investidores institucionais é equivalente a 51% de ações ordinárias.

Na Tabela 8, apresentam-se as estatísticas descritivas da participação de investidores institucionais em relação ao total de ações ordinárias (direito a voto) das companhias da amostra no ano de 2010 de acordo com os níveis de governança corporativa.

Tabela 8 – Percentuais de ações ordinárias em posse de investidores institucionais no ano de 2010 de acordo com os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Tradicional	12	0	49	15	21
Nível 1	9	0	29	8	10
Nível 2	4	0	15	7	6
Novo Mercado	13	0	51	15	17
Índices médios de gerenciamento	38	0	51	12	16

Fonte: dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 8 que no ano de 2010, as empresas do mercado tradicional continuam apresentando o maior percentual médio de ações ordinárias (15%) em posse de investidores institucionais, ou seja, continuam superando os índices das empresas do novo

mercado. O percentual mínimo desse nível foi 0%, o máximo foi 49% e o alto desvio padrão (21%) demonstra a falta de homogeneidade nesse setor.

Nota-se, também, na Tabela 8, que as empresas listadas no nível 2 continuam com uma participação média de investidores institucionais de apenas 7%, muito próximo ao índice das empresas do nível 1 (8%). O índice mínimo das empresas listadas no nível 2 foi de 0% e o máximo de 15%. Nas empresas listadas no nível 1, o menor índice continua sendo de 0% e o maior de 29%. As empresas do nível 2, demonstraram-se as mais homogêneas em virtude do desvio padrão ser inferior ao dos outros níveis.

Cabe ressaltar que, tanto em 2009 quanto em 2010, as empresas constantes no mercado tradicional, cujo nível de proteção aos acionistas é considerado inferior, apresentaram percentual médio de ações ordinárias em posse de investidores institucionais semelhante ao das empresas do novo mercado, cujo nível de proteção é considerado superior. Também as empresas listadas no nível 1 possuíam mais investidores institucionais no seu quadro acionário do que as empresas do nível 2.

Na Tabela 9, evidenciam-se os coeficientes de correlação de *Perason* que permitem verificar a relação entre gerenciamento de resultados e a participação acionária de investidores institucionais.

Tabela 9 – Correlação das variáveis de estudo no período de 2009 a 2010.

2009		
ÍNDICES	Gerenciamento	Investidores institucionais
Gerenciamento	1	
Investidores institucionais	-0,200	1
2010		
ÍNDICES	Gerenciamento	Investidores institucionais
Gerenciamento	1	
Investidores institucionais	-0,258	1

Fonte: dados da pesquisa.

Por meio da Tabela 9 observa-se que a variável gerenciamento de resultados tem uma correlação negativa de 20% em 2009 com a variável investidores institucionais, porém, sem significância estatística. Nota-se também uma correlação negativa de 25,8% em 2010 e novamente sem significância estatística. Portanto, os resultados demonstram não haver relação significativa entre a participação acionária de investidores institucionais e a prática de gerenciamento de resultados, seja para aumento ou redução de lucros, no período de análise.

Os resultados desta pesquisa corroboram com os encontrados por Velury e Jenkins (2006), que encontraram evidências significativas de uma associação positiva entre a participação de investidores institucionais e a qualidade dos lucros. Também coadunam com Hadani, Goranova e Khan (2011) cujos resultados obtidos evidenciaram que o monitoramento pelos maiores proprietários institucionais estava negativamente relacionado com a existência de gerenciamento de resultados.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou analisar a relação entre a participação acionária dos investidores institucionais e o gerenciamento de resultados contábeis em companhias abertas listadas na BM&FBovespa. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados referentes aos anos de 2009 a 2010 de uma amostra composta por 43 empresas.

Os resultados demonstraram em relação aos índices de gerenciamento no ano de 2009, que o setor econômico de construção e transporte se destacou com o maior índice médio de gerenciamento, sendo que o sentido maior dos ajustamentos de competência nesse setor era

para aumentar o lucro. De modo geral, verificou-se que os sentidos maiores dos ajustamentos de competência no ano de 2009 foram para reduzir os resultados contábeis.

Quando a análise ocorreu em função dos níveis de governança corporativa, constatou-se que as empresas constantes no mercado tradicional e no Nível 1, que poderiam ser consideradas com nível de proteção inferiores, obtiveram os menores índices médios de ajustamento. Por outro lado, os maiores índices de ajustamentos de competência, tanto positivos quanto negativos, eram de empresas constantes em níveis de proteção aos acionistas considerados superiores.

Em relação ao ano de 2010, inicialmente, de acordo com os setores econômicos, notou-se que o setor de bens industriais se destacou com maiores ajustamentos de competência para aumentar o resultado contábil. O setor de petróleo, gás e biocombustíveis e, novamente o setor de construção e transporte também se destacaram com índices médios positivos e bastante próximos ao setor de bens industriais. De modo geral, verificou-se que o sentido maior dos ajustamentos de competência em 2010 foram para aumentar os resultados contábeis, diferente do que havia ocorrido em 2009.

A análise, em função dos níveis de governança, demonstrou que as empresas listadas no mercado tradicional, novamente apresentaram um baixo índice médio de gerenciamento. As empresas listadas no nível 1 e 2 também apresentaram baixos índices médios, no entanto, os índices nesses dois níveis eram positivos, diferindo do ano de 2009, quando os índices médios foram negativos. As empresas do novo mercado possuíam o maior índice médio de gerenciamento.

Portanto, os resultados evidenciaram que, tanto em 2009 quanto em 2010, as empresas constantes no mercado tradicional, cujo nível de proteção aos acionistas é considerado inferior, apresentaram índice médio de gerenciamento menor do que os das empresas do novo mercado, cujo nível de proteção é considerado superior.

Em relação ao total de ações ordinárias em posse dos investidores institucionais, percebeu-se, no ano de 2009, que o setor econômico de telecomunicações se destacou, pois as empresas desse setor possuíam mais investidores institucionais no seu quadro acionário. De modo geral, encontrou-se uma proporção média de apenas 11% de investidores institucionais nas empresas analisadas. Ao realizar a análise de acordo com os níveis de governança verificou-se que as empresas do mercado tradicional se destacaram.

No que tange ao ano de 2010, verificou-se que o setor de telecomunicações se destacou mais uma vez. De modo contrário, o setor de materiais básicos era o setor em que havia menor participação acionária de investidores institucionais nas empresas. De forma geral, têm-se uma proporção média que elevou-se de 11% em 2009 para 12% em 2010. Quanto aos níveis de governança, as empresas do mercado tradicional mantiveram-se em destaque, pois, continuaram apresentando o maior percentual médio de participação acionária por parte de tais investidores.

Foi possível verificar, tanto em 2009 quanto em 2010, que a participação acionária de investidores institucionais em empresas do mercado tradicional foi semelhante a participação acionária em empresas do novo mercado. Cabe ressaltar também que as empresas listadas no nível 1 possuíam mais investidores institucionais no seu quadro acionário do que as empresas do nível 2.

Por fim, os coeficientes de correlação de *Pearson* demonstraram não haver relação significativa entre a participação acionária de investidores institucionais e a prática de gerenciamento de resultados, seja para aumento ou redução dos resultados, no período de análise. Sendo assim, os resultados desta pesquisa corroboram os encontrados por Velury e Jenkins (2006) e Hadani, Goranova e Khan (2011), indicando que, na amostra analisada, os investidores institucionais podem estar contribuindo para o monitoramento e redução do gerenciamento de resultados.

Assim, recomenda-se acompanhar a participação acionária dos investidores institucionais e os índices de gerenciamento de resultados. Seria interessante também verificar se o setor e o nível de governança da BM&FBovespa interfere nos resultados encontrados. Além disso, sugere-se que se amplie a pesquisa utilizando outras métricas de avaliação do gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

- ADUT, D.; HOLDER, A. D.; ROBIN, A. Predictive versus opportunistic earnings management, executive compensation, and firm performance. **Journal Account. Public Policy**, v. 32, n. 1, p. 126-146, 2013.
- ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade na informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. 174 fls. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração, e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ALTI, A.; KANIEL, R.; YOELI, U. Why do institutional investors chase return trends? **Journal of Financial Intermediation**, v. 21, n. 1, p. 694-721, 2012.
- AMEER, R. The role of institutional investors in the inventory and cash management practices of firms in Asia. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 20, n. 1, p. 126-143, 2010.
- AN, H.; ZHANG, T. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. **Journal of Corporate Finance**, v. 21, n. 1, p. 1-15, 2013.
- BAIK, B.; KANG, J.; KIM, J. Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns. **Journal of Financial Economics**, v. 97, p. 81-106, 2010.
- BAIK, Y.; KWAK, B.; LEE, L. Deregulation and earnings management: the case of the U.S. airline industry. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, p. 589-606, 2011.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, p. 1-55, 2007.
- BARTH, M.; LANDSMAN, W.; LANG, M.; WILLIAMS, C. Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? **Journal of Accounting and Economics**, v. 54, n. 1, p. 68-93, 2012.
- BISPO, A. N. O. **Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras**. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.
- CALLEN, J. L.; FANG, X. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 1, p. 3047-3063, 2013.
- CHAKRAVARTY, S. Stealth-trading: which traders' trades move stock prices? **Journal of Financial Economics**, v. 61, n. 1, p. 289-307, 2001.
- CHEN, S. K.; LIN, B. X.; WANG, Y.; WU, L. The frequency and magnitude of earnings management: Time-series and multi-threshold comparisons. **International Review of Economics and Finance**, v. 19, n. 1, p. 671-685, 2010.
- COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M. A Identificação de *accruals* na sintaxe do lucro contábil: o caso Parmalat Brasil. **REAd**, v. 12, n. 2, mar-abr, 2006.
- CROCI, E.; GONENC, H.; OZKAN, N. CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 1, p. 3318-3335, 2012.
- DAI, Y.; KONG, D.; WANG, L. Information asymmetry, mutual funds and earnings management: Evidence from China. **China Journal of Accounting Research**, Abril, 2013.
- DALLABONA, L. F. **Qualidade das informações contábeis de empresas negociadas na BM&FBovespa: aderência às normas internacionais de contabilidade**. 2011. 148 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2011.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, Abril 1995.
- DONG, M.; OZKAN, A. Institutional investors and directors' pay: an empirical study of UK companies. **Journal of Multinational Finance Management**, v. 18, p. 16-29, 2007.

EMAMGHOLIPOUR, M.; BAGHERI, S. M. B.; MANSOURINIA, E.; ARABI, A. M. A study on relationship between institutional investors and earnings management: Evidence from the Tehran Stock Exchange. **Management Science Letters**, v. 3, n. 1, p. 1105–1112, 2013.

FEDENIA, M.; SHAFER, S.; SKIBA, H. Information immobility, industry concentration, and institutional investors' performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 1, p. 2140-2159, 2013.

FEI, D. F.; SU, L.; NING, H. N. Institutional investors holdings on earnings management market reaction intensity affect study. Fifth Conference on Measuring Technology and Mechatronics Automation, 2013.

FERRI, M. S.; SOARES, R. O. Investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. **Contab. Vista & Revista**, v. 20, n. 4, p. 15-30, out./dez. 2009.

FORNARO, J.; HUANG, H. Further evidence of earnings management and opportunistic behavior with principles based accounting standards: the case of conditional asset retirement obligations. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, p. 204–225, 2012.

GAO, P. A measurement approach to conservatism and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 55, p. 251–268, 2013.

GE, W.; KIM, J. B. Real earnings management and the cost of new corporate bonds. **Journal of Business Research**, February, 2013.

GILLAN, S., STARKS, L. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 1, p. 275-305, 2000.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GUAY, W. R.; KOTHARI, S. P.; WATTS R. A market-based evaluation of discretionary accrual model. **Journal of Accounting Research**. v. 34, supl., p. 85-105. 1996.

HADANI, M.; GORANOVA, M.; KHAN, R. Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. **Journal of Business Research**, v. 64, p. 1352–1360, 2011.

HEALY, P. M.; WHALEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HÖGLUND, H. Fuzzy linear regression-based detection of earnings management. **Expert Systems with Applications**, v. 40, n. 1, p. 6166-6172, 2013.

HSIEH, S. F. Individual and institutional herding and the impact on stock returns: Evidence from Taiwan stock Market. **International Review of Financial Analysis**, January, 2013.

HWANG, N. C. R.; CHIOU, J. R.; WANG, Y. C. Effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China. **J. Account. Public Policy**, v. 32, p. 292–313, 2013.

IBRAHIM, S.; LLOYD, C. The association between non-financial performance measures in executive compensation contracts and earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, p. 256–274, 2011.

JAGGI, B.; LEUNG, S.; GUL, F. Family control, board independence and earnings management: evidence based on Hong Kong firms. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 28, p. 281–300, 2009.

JEANJEAN, T.; STOLOWY, H. Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27, p. 480–494, 2008.

JIAMBALVO, J.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. **Contemp Account Res**, p. 117-45, 2002.

KASIPILLAI, J.; MAHENTHIRAN, S. Deferred taxes, earnings management, and corporate governance: Malaysian evidence. **Contemporary Accounting & Economics**, v. 9, p. 1–18, 2013.

KE, B.; RAMALINGEGOWDA, S. Do institutional investors exploit the postearnings announcement drift? **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 25–53, 2005.

KLANN, R. C. **Gerenciamento de Resultados: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS**. 2011. 371 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2011.

LOPES, A. B. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil**. Thesis. 2009. Manchester Business School,

University of Manchester, 2009.

LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRS e não emissoras de ADRS. **RAUSP**, v.42, n.1, p.86-96, jan./fev./mar. 2007.

MACÊDO, F. F. R. R.; MOURA, G. D.; HEIN, N. Investidores institucionais e práticas de governança corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Revista Iberoamericana de Contabilidad e Gestión**, v.11, n. 21, p. 1-20, 2013.

MAFFETT, M. Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors. **Journal of Accounting and Economics**, v. 54, n. 1, p. 201-220, 2012.

MACHADO, D. G. **Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas**. 2012. 273f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2012.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: Nível de evidencição das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, p. 65-79, 2006. Edição comemorativa.

MARTINEZ, A.L. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias brasileiras. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). FEA/USP. Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MOURA, G. D.; HALL, R. J.; TOLEDO FILHO, J. R. Análise da relação entre gerenciamento de resultados e concentração de capital em empresas brasileiras. In: SIMPOI, XV, 2012, São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo/SP: FGV, 2012.

PUNSUVO, F. R. **Qualidade da governança corporativa e participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2006.

RAMADAN, I. Z. The Impact of Institutional Investors on Firms Accounting Flexibility: Evidence from Jordan. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n. 6, p. 141-148, 2012.

RODRIGUEZ, P.; HEMMEN, V. Debt, diversification and earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 29, p. 138–159, 2010.

TAN, A. W.; KEEPER, T. B Institutional Investors and Corporate Governance: A New Zealand Perspective. **Working Papers**, v. 65, Centre for accounting, Governance and Taxation Research, School of Accounting and Commercial Law, 2008.

SALAJEGHE, S.; NAZARI MONTAZER, M.; NOUROLLAHI, N.; VALIPOUR, J.; HORMOHAMMADI, M. Earnings Management and Companies Ownership Structure in Iran. **Journal of Basic and Applied Scientific Research**, v. 2, n. 2, p. 1728-1734, 2012.

SIAS, R.; STARKS, L.; TITMAN, S. Changes in institutional ownership and stock returns: assessment and methodology. **Journal of Business**, v. 79, n. 1, p. 2869-2910, 2006.

VELURY, U.; JENKINS, D. S. Institutional ownership and the quality of earnings. **Journal of Business Research**, v. 59, p. 1043–1051, 2006.

XAVIER, P.H. M. **Gerenciamento de resultados por bancos comerciais no Brasil**. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

WANG, D. Founding family ownership and earnings quality. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n.3, June/2006.

ZHANG, Y.; UCHIDA, K.; BU, H. How do accounting standards and insiders incentives affect earnings management? Evidence from China. **Emerging Markets Review**, v. 16, n. 1, p. 78-99, 2013.

ZHAO, Y.; CHEN, K.; ZHANG, Y.; DAVIS, M. Takeover protection and managerial myopia: evidence from real earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, p. 109-135, 2012.