

A RELAÇÃO ENTRE O *TIMELINESS* E A UTILIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E OS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

THE RELATION BETWEEN TIMELINESS AND THE USEFULNESS OF THE ACCOUNTING INFORMATION AND THE MECHANISMS OF CORPORATIVE GOVERNANCE: EVIDENCE IN THE BRAZILIAN MARKET

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

flavia@fucape.br

AMAURY JOSÉ REZENDE

amauryjr@fearp.usp.br

RESUMO

Este artigo tem por objetivo verificar a relação entre o *timeliness* e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Busca-se, com essa pesquisa, evidências sobre a influência do ambiente de Governança sobre o papel da contabilidade como sistema de informação. Para tanto, utilizou-se um dos modelos propostos por Bushman *et al.* (2004). As amostras utilizadas nas análises foram compostas pelas empresas que compõem o mercado acionário brasileiro, classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. De acordo com os resultados, a hipótese de que: "no mercado acionário brasileiro, quanto mais complexos e mais caros são os mecanismos de governança corporativa, menores são o *timeliness* e a utilidade da informação contábil" não pode ser aceita. Essas evidências remetem às diferenças existentes entre o Brasil e os Estados Unidos no que se refere à estrutura do mercado acionário, ao ambiente legal, à regulamentação contábil, ao *enforcement*, às fontes de financiamento, etc. As evidências brasileiras, contrárias às americanas, sugerem que os mecanismos de governança, no Brasil, são implementados, justamente, para reduzir o gerenciamento de resultados contábeis e evitar a manipulação de dados. Desse modo, observa-se que as empresas brasileiras que possuem algum nível de governança corporativa diferenciado apresentam informação contábil útil e tempestiva, influenciando, de certo modo, os retornos econômicos das empresas. Vale ressaltar que o tamanho da amostra, em algumas análises, faz com que as inferências não sejam tão consistentes, no entanto, esta é uma limitação para as pesquisas que demandam dados do mercado acionário brasileiro.

Palavras-chave: *timeliness*, informação contábil, governança corporativa.

ABSTRACT

This paper aims at verifying the relation between *timeliness* and the usefulness of the accounting information and the mechanisms of corporate governance of the Brazilian companies with stocks negotiated in the São Paulo Stock Exchange. We searched for evidence of the influence of the environment of Governance on the relevance of accounting as an information system.

We used one of the models proposed by Bushman *et al.* (2004). The samples used in the analyzes were composed by the companies that are part of the Brazilian shareholding market. The companies are classified into the different levels of corporative governance of the São Paulo Stock Exchange. According to the results, the hypothesis that "in the Brazilian market, the more complex and the more expensive the mechanisms of corporative governance, the more reduced the timeliness and the usefulness of the accounting information" cannot be accepted. The evidence found refers to the existing differences between Brazil and the United States in relation to the structure of the stock market, the legal environment, the accounting regulations, the enforcement, the sources of financing, etc. The evidence in Brazil is contrary to the evidence in the U.S. and suggests that the governance mechanisms in Brazil are implemented to reduce the management of accounting results (earnings management) and to avoid the manipulation of data. We observed that the Brazilian companies that have some level of special corporative governance present useful and timely accounting information influencing the economic returns of the companies to a certain extent. We should emphasize that the size of the sample in some analyzes makes the inferences not so consistent; however, this is a limitation for any research that demands data from the Brazilian stock market.

Key words: timeliness, accounting information, corporative governance.

INTRODUÇÃO

A empresa, de acordo com a Teoria Contratual da Firma, é vista como um conjunto de contratos estabelecidos entre os diversos participantes (fornecedores, clientes, governo, acionistas, investidores, etc.). Cada participante contribui com a firma e recebe algo em troca. No entanto, as relações contratuais não são perfeitas, proporcionando um ambiente que não favorece a simetria informacional. Neste ambiente, o papel da contabilidade é quebrar a assimetria informacional e reduzir os conflitos de interesses (conflitos de agência), funcionando como um mecanismo de governança corporativa e de proteção aos investidores.

A governança corporativa, segundo La Porta *et al.* (2000), é um conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação dos acionistas controladores e gestores (considerados investidores internos). Além disso, para Schleifer e Vishny (1997), a governança corporativa caracteriza-se por um conjunto de restrições que os gestores aplicam sobre si, ou que os investidores aplicam sobre os gestores, com o intuito de reduzir a incorreta alocação de recursos.

Bushman e Smith (2001) fizeram uma revisão da pesquisa contábil relacionada à governança corporativa e apresentaram a contabilidade como um mecanismo de controle, por meio do qual os investidores (acionistas) podem monitorar as ações dos administradores (redução dos conflitos de interesses), ou seja, num contexto de mercado de capitais, a contabilidade é um instrumento de proteção para os investidores. Segundo os autores, a contabilidade exerce importante papel nos contratos

estabelecidos com os administradores, pois fornece variáveis para a definição da base dos planos de benefícios concedidos aos gestores (contratos de incentivos).

No entanto, empresas com relações contratuais e estruturas mais complexas possuem características intrínsecas que propiciam mais conflitos de interesses e, além da contabilidade, necessitam de mecanismos adicionais para reduzir a assimetria informacional. Nestas empresas, provavelmente, o *timeliness*¹ e a utilidade da informação contábil é menor do que em empresas que necessitam de menos mecanismos para quebra de assimetria informacional e para redução de conflitos de interesses.

Bushman *et al.* (2004) verificaram que a concentração acionária, os incentivos de diretores e executivos e a reputação dos diretores externos variam inversamente com o *timeliness* dos lucros; e que a concentração acionária e os incentivos de diretores aumentam com a complexidade da firma. Além disso, concluem que associações entre medidas de utilidade dos números contábeis na avaliação de empresas e estruturas de governança são influenciadas pelas limitações dos números contábeis na avaliação proposta.

De acordo com Lopes (2001, p. 134), a relevância da informação contábil não pode ser avaliada completamente sem a consideração de mecanismos de governança corporativa e acrescenta que "a desconsideração desses aspectos empobrece a análise realizada uma vez que possíveis causas do comportamento empírico podem ser esquecidas ou simplesmente não estudadas". A contabilidade e a governança de uma empresa

¹ O termo *timeliness* significa oportunidade ou tempestividade da informação contábil.

estão, segundo Costa (2005, p. 44), "intrinsecamente ligadas, uma incorrendo em impactos na outra". Para este autor, "a discussão a respeito da relevância ou não da informação contábil não pode ser realizada sem uma apresentação adequada sobre como a contabilidade seria causa da estrutura de governança e vice-versa".

Portanto, considerando que o resultado contábil é uma fonte relevante de informação e que a relação entre o lucro e o retorno das ações sofre variações devido à influência de muitas variáveis, inclusive dos mecanismos de governança corporativa, surgem os seguintes questionamentos: Qual a influência do ambiente de governança sobre o papel da contabilidade como sistema de informação? Qual é o relacionamento entre o *timeliness* do lucro líquido das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa e seus mecanismos de governança corporativa?

Dentre os objetivos deste artigo, destacam-se: (i) verificar como o ambiente de governança e de relação de contratos pode influenciar a atividade da contabilidade como meio de informação e (ii) verificar se o lucro das empresas brasileiras que possuem mecanismos de governança influencia significativamente o retorno econômico² do período. Procurou-se investigar o conteúdo informacional dos números contábeis para o mercado de capitais brasileiro, considerando os mecanismos de governança corporativa.

De maneira específica, foram estimadas regressões entre períodos de 2001 a 2005, e utilizou-se o R^2 ajustado como métrica para avaliar o poder explanatório das variáveis lucro (EARN) e variação do lucro (Δ EARN) das empresas que compõem o novo mercado, os níveis 1 e 2 de governança da Bovespa e as demais empresas não classificadas nas categorias anteriores.

Segundo Sloan (2001), pesquisadores contábeis têm investido excessivamente em certas áreas de pesquisas de governança à custa de outras áreas e têm falhado em investigar profundamente as características da informação contábil que a faz útil em mecanismos específicos de governança.

Vale ressaltar que esse tipo de pesquisa é, ainda, muito recente e apresenta problemas com a definição operacional das variáveis. No entanto, conforme ressalta Lopes (2001, p. 134), "apesar desses problemas, os resultados encontrados possuem implicações importantes para os estudos da interface de governança corporativa com a contabilidade".

Espera-se, com este trabalho, contribuir para o entendimento de como a informação contábil, mais especificamente, o lucro contábil, influencia o retorno econômico em um ambiente em que estão presentes mecanismos de governança corporativa. Além de contribuir com a literatura nacional sobre a relevância das informações contábeis para o mercado de

capitais brasileiro e sobre as relações que possam existir entre os mecanismos de governança corporativa e as informações contábeis, o trabalho se propõe a analisar a relação entre o *timeliness* e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa.

REFERENCIAL TEÓRICO

PAPEL DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NOS MERCADOS DE CAPITAIS

O marco inicial das pesquisas do papel da informação contábil nos mercados de capitais se deu com o trabalho de Ball e Brown (1968). Os autores investigaram a existência da relação entre o lucro contábil e o preço das ações e verificaram que os números contábeis possuem capacidade informacional para o mercado de capitais. Beaver (1968) verificou que o preço e o volume das ações negociadas nas semanas próximas à divulgação das informações contábeis reagem fortemente à informação contábil. Beaver *et al.* (1979), a partir dos estudos de Ball e Brown (1968), verificaram correlação positiva entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações.

Watts e Zimmerman (1986) afirmaram que a pesquisa em mercado de capitais (*financial accounting capital markets research*) tornou-se uma das áreas mais difundidas na academia contábil internacional. A partir dos trabalhos anteriormente citados, outros foram desenvolvidos, principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, países que possuem mercados de capitais desenvolvidos. Segundo Lopes (2001, p. 111),

esses dois mercados possuem modelos de governança similares (de forma geral) onde a contabilidade é pouco regulamentada e voltada, principalmente, para investidores de mercado de capitais (Ball et al., 2000). Dessa forma, os resultados acima não são surpreendentes na medida que a contabilidade nestes dois países tem o investidor de mercados de capitais como usuário primordial. No entanto, pesquisas realizadas em mercados emergentes ou menos desenvolvidos são quase que inexistentes; especialmente tratando-se de América Latina.

Neste sentido, destaca-se o trabalho de Lopes (2001), que apresenta evidências da relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro por meio da utilização do Modelo de Ohlson (1995). No entanto, diferentemente dos achados em países desenvolvidos, no Brasil, verificou-se que a relevância do patrimônio líquido é maior do que a do resultado.

Para Lopes (2001, p. X), a "informação contábil permanece relevante no Brasil com um foco diferente: a atenção dos investidores parece estar voltada para o patrimônio devido as

² Retorno econômico é a variação no preço da ação da empresa no período ($P_t - P_{t-1}$) ajustada pelos dividendos.

suas implicações legais no modelo de governança corporativa". Mesmo para empresas brasileiras sujeitas a regulamentações de outros mercados, tais como aquelas que possuem *American Depositary Receipts* (ADRs) negociados na Bolsa de Nova Iorque, a relevância do patrimônio líquido predomina sobre a do resultado (Costa, 2005).

Neste sentido, outras pesquisas foram desenvolvidas para avaliar os possíveis relacionamentos que justificariam a menor significância do resultado para o mercado brasileiro.

Costa (2004), por meio da utilização do modelo desenvolvido por Basu (1997), analisou de que forma o lucro líquido incorpora o resultado econômico da ação, tomando por base amostras de cinco países da América do Sul, dentre eles, o Brasil. Além disso, analisou como o conservadorismo vem sendo utilizado nesse processo de reconhecimento do retorno econômico pelo lucro contábil. Os resultados indicaram baixa relação entre o lucro corrente e o retorno corrente, ou seja, a contabilidade não incorpora significativamente o retorno econômico. Considerando o ambiente institucional brasileiro, tal fato pode ser explicado pela relação entre modelos de governança corporativa e seu relacionamento com a relevância da informação contábil. No entanto, foi observado um reconhecimento assimétrico entre más e boas notícias, evidenciando certo grau (baixo) de conservadorismo no lucro contábil.

Nesta linha de pesquisa (conservadorismo), mesmo para empresas brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque, Costa e Santos (2005) apresentaram evidências de que o lucro líquido, elaborado segundo os princípios de contabilidade geralmente aceitos, no Brasil, ou segundo os *United Generally Accepted Accounting Principles* (US-GAAP), também, não é conservador.

Uma das razões para o baixo grau de conservadorismo e, até mesmo, para a relativa menor relevância do lucro líquido é apontada por Martinez (2001), que encontrou evidências de que as empresas brasileiras "gerenciam" seus resultados contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais, ou seja, o resultado do exercício dessas empresas passa por um processo de administração discricionário. Tukamoto (2004), por sua vez, concluiu que o nível de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras que possuíam ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque é similar ao das empresas que não possuíam ADRs negociados.

Apesar de todas as pesquisas nacionais, Lopes (2001, p. 113) afirma que "o estágio atual da pesquisa contábil está muito distante de responder todas as questões acerca do impacto da informação sobre os agentes econômicos" e acrescenta: "os mecanismos utilizados pelos agentes, especialmente os

pequenos acionistas, para reduzir a assimetria de informações nas condições existentes no Brasil merecem investigação mais detalhada" (Lopes, 2001, p. 220). Além disso, Sloan (2001) acrescenta que são praticamente inexistentes as pesquisas que relacionem informações contábil-financeiras a características de governança corporativa.

Portanto, conforme destacado, nos trabalhos citados, não se confirmou a hipótese de que empresas com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque teriam melhor governança corporativa, ou seja, não foram encontradas evidências de diferenças das características dessas empresas (com ADRs) em relação às demais que operam no mercado brasileiro. Desta forma, a identificação e o controle das variáveis por tipo de mecanismo de governança corporativa são necessários, conforme pesquisas recentes, no exterior (Bushman *et al.*, 2004).

Nesse sentido, este trabalho tem o propósito de encontrar novas evidências a fim de contribuir para o entendimento do papel da contabilidade, especificamente, sobre o *timeliness* e a utilidade da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro e seu relacionamento com os mecanismos de governança, utilizados pelas empresas brasileiras.

Sarlo Neto (2004, p. 43) ressalta que a governança corporativa³ é um assunto recente e que "vem possuindo crescente atenção pela pesquisa em todas as áreas afins à contabilidade (administração e economia)".

RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Ali e Hwang (2000), diferenças na relevância da informação contábil podem ser geradas pela diferença no ambiente institucional dos países, ou seja, a relevância das informações contábeis pode ser influenciada por características específicas, apresentadas pela contabilidade e pelo mercado de capitais de cada país. As principais características apontadas por Ball *et al.* (2000), Ali e Hwang (2000) e Lopes (2001) são, dentre outras: estrutura legal do país (*Code-Law* ou *Common-Law*), regulamentação contábil (governo ou órgãos privados), estrutura acionária (*shareholder* ou *stakeholder*), prestígio e importância da profissão contábil, grau de influência da legislação tributária, fontes de financiamentos (mercado acionário ou credores).

Sant'Anna (2004, p. 11) ressalta que "essas características ao mesmo tempo em que podem diminuir a relevância informacional dos dados de resultado (lucro), podem aumentar a relevância dos dados de balanço (valor patrimonial ou "book value").

De acordo com Ball *et al.* (2000), o lucro contábil tem o papel de reduzir a assimetria informacional existente entre

³ Segundo Martinez (2001, p. 136), "a Governança Corporativa (*Corporate Governance*) pode ser definida como o conjunto de processos através dos quais os investidores minimizam custos de agenciamento, por meio da nomeação de conselho de administração (*board of directors*) que, por força dos estatutos das companhias, são encarregados de monitorar os desempenhos dos gestores. Nas modernas organizações, os acionistas delegam para os conselhos de administração, o direito de tomar as decisões relevantes da empresa, e este grupo, também por delegação, repassa aos gestores esse poder. Entretanto, em contrapartida, demanda-se a prestação de contas e implementa-se o acompanhamento das principais decisões que estão sendo realizadas na empresa".

administradores e investidores, financiadores, empregados, funcionários, clientes e fornecedores. No entanto, em países *Code-Law*, cuja estrutura acionária utiliza o modelo *stakeholder*, a governança corporativa tende a ser feita com informações privilegiadas, ou seja, a demanda por informações divulgadas (públicas) é pequena, ao contrário do que ocorre em países *Common-Law*, cuja estrutura acionária utiliza o modelo *shareholder*.

Portanto, no mercado de capitais, em que os acionistas estão dispersos e os investimentos são pulverizados e não têm influência direta na administração das empresas, a contabilidade tem papel essencial no sentido de gerar informação para esses investidores. No entanto, quando há concentração acionária e os investimentos são concentrados com acionistas dentro da empresa, influenciando na administração, as informações contábeis divulgadas não são tão relevantes para o mercado.

Ball *et al.* (2000), utilizando o modelo proposto por Basu (1997), verificaram que o lucro contábil é mais constante e menos oportuno na incorporação do resultado econômico (*timeliness*) em países *Code-Law*. Além disso, verificaram que o aumento da divulgação de informações públicas em países *Common-Law* reduz os custos de agência de monitoramento da administração.

Bushman *et al.* (2000) encontram evidências de que o lucro em mercados em que os investidores não têm acesso às informações e o controle das empresas é disperso é redutor de assimetria informacional e mais relevante do que em mercados em que há concentração acionária. Nesses mercados (concentração acionária e influência na administração), cujos modelos contábeis não são tão informativos, as empresas adotam outros mecanismos de governança corporativa para controlar as atitudes dos administradores.

Nesse sentido, Lopes (2002, p. 8) acrescenta: "verifica-se quão ampla é a influência da qualidade dos padrões contábeis nos mecanismos de gestão e controle das empresas por acionistas e outros interessados no desempenho da empresa".

Bushman e Smith (2001, p. 238) ressaltam a importância das informações contábeis dentro dos mecanismos de governança e destacam que:

Financial accounting information is the product of corporate accounting and external reporting systems that measure and publicly disclose audited, quantitative data concerning the financial position and performance of publicly held firms. Financial accounting systems provide direct input to corporate control mechanisms, as well as providing indirect input to corporate control mechanisms by contributing to the information contained in stock prices.

Para Bushman *et al.* (2004, p. 169), a contabilidade serve de ponto de partida para o monitoramento dos administradores de uma empresa. Os autores ressaltam que:

Financial accounting information systems are a logical starting point for investigating properties of information systems important for addressing moral hazard problems. Audited financial statements prepared under Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) produce extensive, credible, low cost information that forms the foundation of the firm-specific information set available for addressing agency problems. In monitoring top managers, boards and outside investors cannot simply rely on stock price changes to provide necessary information about the source of changes to firm value.

No entanto, se a informação contábil apresentar baixa relevância, a empresa precisa incorrer em altos custos de monitoramento e empregar outros instrumentos de governança a fim de proteger seus financiadores. Nessa situação, a medida utilizada para avaliar a qualidade da contabilidade equivale à sua capacidade de reconhecer o retorno econômico da empresa (*timeliness*), conforme tratado por Basu (1997) e Ball *et al.* (2000).

Beekes *et al.* (2004) investigaram, no mercado de capitais do Reino Unido, a relação entre a qualidade da informação contábil (tendo como *proxies* o *timeliness* e o conservadorismo dos lucros) e a composição do conselho de diretores. Os resultados indicaram que empresas com alta proporção de membros externos no conselho de diretores possuem maior probabilidade de incorporar, nos lucros, as más notícias.

Bushman *et al.* (2000) e Bushman *et al.* (2004) afirmam que uma complexa estrutura de mecanismos de governança corporativa com vários instrumentos de proteção é consequência de uma contabilidade com baixo *timeliness*. Ou seja, os resultados encontrados no mercado americano sustentam uma significativa relação negativa entre o *timeliness* dos lucros e os altos custos com mecanismos de governança corporativa. Segundo a interpretação de Lopes (2001, p. 133-134), nas empresas "onde a contabilidade não cumpre o seu papel, mecanismos caros e sofisticados de governança devem ser estabelecidos para compensar tal deficiência. [...] em empresas com números contábeis mais 'pobres' em termos informativos a estrutura de governança é mais cara e maior".

METODOLOGIA

CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Quanto aos objetivos, a pesquisa pode ser classificada como exploratória. De acordo com Gil (2002, p. 41), as pesquisas exploratórias "têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições".

Quanto aos procedimentos técnicos, esta pesquisa pode ser classificada como bibliográfica e quase-experimental ou *ex-post-facto*. A pesquisa bibliográfica, de acordo com Marconi

e Lakatos (2002, p. 71), "abrange toda bibliográfica já tornada pública em relação ao tema de estudo [...]. Sua finalidade é colocar o pesquisador em contato direto com tudo o que foi escrito, dito ou filmado sobre determinado assunto".

A tradução literal da expressão *ex-post facto*, segundo Gil (2002, p. 49), "é 'a partir do fato passado'. Isso significa que neste tipo de pesquisa o estudo foi realizado após a ocorrência de variações na variável dependente no curso natural dos acontecimentos". Segundo o mesmo autor,

O propósito básico desta pesquisa é o mesmo da pesquisa experimental: verificar a existência de relações entre as variáveis. Seu planejamento também ocorre de forma bastante semelhante. A diferença mais importante entre as duas modalidades está em que na pesquisa ex-post facto o pesquisador não dispõe de controle sobre a variável independente, que constitui o fator presumível do fenômeno, porque ele já ocorreu. O que o pesquisador procura fazer neste tipo de pesquisa é identificar situações que se desenvolveram naturalmente e trabalhar sobre elas como se estivessem submetidas a controles (Gil, 2002, p. 49).

A pesquisa quase-experimental tem semelhanças com a pesquisa experimental, no entanto, as características de uma pesquisa *ex-post facto* não garantem "que suas conclusões relativas a relações do tipo causa-efeito sejam totalmente seguras. O que geralmente se obtém é nesta modalidade de delineamento é a constatação da existência de relação entre variáveis" (Gil, 2002, p. 50).

Por meio de investigações empírico-analíticas, buscou-se verificar se o lucro das empresas brasileiras, que possuem mecanismos de governança, influencia significativamente o retorno econômico do período, em um ambiente em que estão presentes mecanismos de governança corporativa. De acordo com Martins (2000, p. 26), as investigações empírico-analíticas

são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

MODELO

Com objetivo de analisar o poder explicativo das variáveis contábeis num ambiente de governança corporativa e testar a validade da hipótese levantada, o estudo fundamentou-se no papel da informação contábil nos mercados de capitais e na relevância da informação contábil, considerando-se os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Buscou-se, nesta pesquisa, analisar se o lucro e sua variação

influenciam significativamente o retorno econômico das empresas. Para tanto, utilizou-se um dos modelos propostos no *paper* de Bushman *et al.* (2004).

Para verificação do *timeliness* (oportunidade) e da utilidade da informação contábil, foi utilizada uma métrica baseada no R^2 , resultante das equações de regressão múltipla específicas das empresas, do lucro líquido, da variação do lucro líquido e do retorno das ações no período compreendido entre 2001 e 2005, conforme demonstrado a seguir:

$$RET_{it} = a_0 + b_1 EARN_{it} + b_2 \Delta EARN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

RET_{it} = retorno econômico da ação da empresa i no ano t , referente ao período de 12 meses, deflacionado pelo valor de mercado da empresa i no ano $t-1$.

$EARN_{it}$ = lucro líquido por ação da empresa i no ano t , deflacionado pelo valor de mercado da empresa i no ano $t-1$.

$\Delta EARN_{it}$ = variação do lucro líquido por ação da empresa i do ano $t-1$ ao ano t , deflacionada pelo valor de mercado da empresa i no ano $t-1$.

ε_{it} = termo de erro da regressão.

Segundo Bushman *et al.* (2004, p. 173), o R^2 da regressão da equação (1) é utilizado para "mensurar a porcentagem de todas as informações relevantes capturadas pelo lucro líquido e por sua variação no ano" (tradução nossa).

A partir dessa modelagem, a regressão foi repetida entre os anos de 2001 e 2005, usando-se como variáveis independentes o valor do lucro líquido por ação e o valor da variação do lucro líquido por ação, e verificou-se qual a influência desses itens no retorno econômico da ação. Vale ressaltar que uma limitação do enfoque metodológico e do modelo adotado refere-se à omissão de variáveis, que também poderiam explicar o retorno econômico da ação.

Após análise dos resultados da regressão linear múltipla, a fim de obter resultados mais robustos, consistentes e estatisticamente significantes no que se refere à relação entre o *timeliness* e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa, buscou-se investigar os dados em modelos de regressão com dados em painel pelo método dos mínimos quadrados (*Pooled Least Squares*) a fim de acompanhar as empresas ao longo do tempo. Para a escolha entre o modelo de *pooling* e o modelo de efeitos fixos, utilizou-se o teste de Chow.

Ressalta-se, de acordo com Gujarati (2006, p. 514), que os dados em painel, em relação aos dados em corte transversal, "proporcionam dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência".

A utilização de dados em painel permite conjugar a diversidade de comportamentos individuais com a existência de dinâmicas de ajustamento, ainda que potencialmente distintas,

ou seja, permite tipificar as respostas de diferentes indivíduos a determinados acontecimentos em diferentes momentos. Além disso, a maior quantidade de informação disponível aumenta a eficiência da estimação, ou seja, os dados em painel permitem identificar e medir efeitos que não serão pura e simplesmente detectáveis em estudos exclusivamente seccionais ou temporais (Marques, 2000).

Dessa forma, considerando-se o papel da informação contábil no mercado acionário brasileiro e as pesquisas desenvolvidas sobre as características de governança corporativa, levantou-se a hipótese (H_0) que no mercado acionário brasileiro, quanto mais complexos e mais caros são os mecanismos de governança corporativa, menores são o *timeliness* e a utilidade da informação contábil.

SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados das empresas brasileiras que tinham ações ordinárias e/ou preferenciais negociadas na Bolsa de Valores de

São Paulo foram coletados do banco de dados da Economática no período de 2000 a 2005 de acordo com a disponibilidade e com a necessidade.

A fim de verificar se o lucro das empresas brasileiras que possuem mecanismos de governança influencia significativamente o retorno econômico do período, foram analisadas as empresas de diversos setores econômicos de acordo com sua classificação no nível de governança corporativa da Bovespa: novo mercado, nível 1, nível 2 e demais empresas da Bovespa.

A Bovespa, visando ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, criou, em 2000, níveis diferenciados de governança corporativa que exigem um maior comprometimento com as chamadas "boas práticas de governança corporativa". Neste contexto, foram criados: o nível 1, o nível 2 e o novo mercado, sendo o nível 1 tem menor grau de exigências e o Novo mercado, um maior grau, conforme observado no Quadro 1.

Portanto, como neste trabalho buscou-se testar a hipótese de que "no mercado acionário brasileiro, quanto mais

Quadro 1 - Características dos diferentes níveis de governança corporativa da Bovespa.

Chart 1 - Characteristics of the different levels of corporate governance in Bovespa.

Níveis diferenciados de governança da Bovespa	Adesão ao nível e empresas alvo	Exigências da Bovespa	Complexidade decrescente dos mecanismos de governança
Novo Mercado	Empresas que venham abrir o capital e Empresas listadas na Bovespa que tenham apenas ações ordinárias ou que possam, no caso de existência de ações preferenciais, convertê-las em ações ordinárias	Regras societárias informações adicionais nas ITRs (Informações Trimestrais); informações adicionais nas DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas); informações adicionais nas IANs (Informações Anuais); divulgação de informações financeiras em padrão internacional; divulgação de outras informações; regras de distribuição pública e dispersão; câmara de arbitragem do mercado	Maior
Nível 2	Empresas listadas na Bovespa que tenham ações preferenciais, muito embora os titulares dessas ações preferenciais tenham direito de voto em algumas matérias específicas	Regras societárias; informações adicionais nas ITRs (Informações Trimestrais); informações adicionais nas DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas); informações adicionais nas IANs (Informações Anuais); divulgação de informações financeiras em padrão internacional; divulgação de outras informações; regras de distribuição pública e dispersão; câmara de arbitragem do mercado	Intermediário
Nível 1	É necessária a assinatura do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de governança corporativa Nível 1, celebrado entre, de um lado, a Bovespa e, do outro, a companhia, os administradores e o acionista controlador	Informações adicionais nas ITRs (Informações Trimestrais); Informações adicionais nas DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas); informações adicionais nas IANs (Informações Anuais); divulgação de outras informações; regras de distribuição pública e dispersão	Menor
Demais empresas	Não se aplica	Não se aplica	Não definida

Fonte: Bovespa (2006).

complexos e mais caros são os mecanismos de governança corporativa, menores são o *timeliness* e a utilidade da informação contábil", foram utilizados, como *proxy* para a complexidade de mecanismos de governança, os níveis diferenciados, criados pela Bovespa.

Na construção do modelo de regressão múltipla, foram observados todos os pressupostos: normalidade, homocedasticidade, linearidade, ausência de autocorrelação e multicolinearidade. Como em alguns casos os dados da amostra não demonstraram características de normalidade (utilizou-se o teste de Jarque-Bera) para adequação e para o atendimento desse pressuposto, as variáveis foram transformadas (*Log*). Em relação à análise da homocedasticidade, utilizou-se o teste *White Heteroskedasticity*, e, para análise da autocorrelação, o teste Durbin Watson.

Foram realizadas análises por períodos (anos) e por níveis diferenciados de governança corporativa, conforme classificação da Bovespa.

RESULTADOS

Foram realizadas regressões, considerando-se os Retornos da Ação (RET) em função do Lucro (EARN) e da Variação do

Lucro ($\Delta EARN$). Após a coleta dos dados, foram consideradas apenas as empresas que continham informações sobre todas as variáveis em todos os anos analisados (2001 a 2005). Ou seja, foram incluídas, na análise, apenas as observações com dados completos.

Na Tabela 1, observa-se que, em todos os anos, com exceção do ano 2005, o lucro e a variação do lucro são informações que influenciam significativamente o retorno econômico, mesmo num ambiente em que as boas práticas de governança corporativa são mais exigidas. O R^2 no período analisado variou de 28,82% a 63,65%, portanto, a informação contábil é relevante para o mercado de capitais, pois o poder explicativo das variáveis contábeis mostrou-se significativo.

Conforme observado na Tabela 2, verifica-se que, em todos os anos, com exceção do ano 2002, o lucro e a variação do lucro são informações que influenciam significativamente o retorno econômico, mesmo num ambiente em que as boas práticas de governança corporativa são exigidas em grau intermediário. O R^2 no período analisado variou de 56,86% a 91,33%, portanto, a informação contábil é relevante para o mercado de capitais, pois o poder explicativo das variáveis con-

Tabela 1 - Resultados do novo mercado.

Table 1 - Results in the new market.

	N, de Empresas	Ano	Resultado	a0	B1	b2	R2 Ajust,
Novo Mercado	16	2001	Coef,	-0,0160	0,5237	0,6018	0,4018
			p-value	0,8676	0,0861	0,1270	0,0140
	17	2002	Coef.	-0,0661	0,6828	-0,1577	0,6365
			p-value	0,1622	0,0000	0,0388	0,0003
	17	2003	Coef.	0,5625	0,6451	0,6474	0,2882
			p-value	0,0000	0,0698	0,0104	0,0363
	18	2004	Coef.	-0,0279	2,0456	1,5632	0,4757
			p-value	0,8919	0,0010	0,1956	0,0031
	20	2005	Coef.	0,4713	1,1294	-3,5429	-0,0781
			p-value	0,1106	0,3338	0,2768	0,7362

Tabela 2 - Resultados do nível 2.

Table 2 - Results for level 2.

	N, de Empresas	Ano	Resultado	a0	B1	b2	R2 Ajust,
Nível 2	7	2001	Coef,	-0,2533	4,1333	-3,8356	0,9133
			p-value	0,0017	0,0014	0,0107	0,0033
	6	2002	Coef.	-0,2099	1,9025	-1,7298	0,3018
			p-value	0,2596	0,0378	0,0323	0,2712
	5	2003	Coef.	-1,3542	-0,7748	0,5332	0,9490
			p-value	0,0411	0,0223	0,0039	0,0255
	9	2004	Coef.	1,2749	0,3438	0,4225	0,5686
			p-value	0,0945	0,2984	0,0878	0,0339
	7	2005	Coef.	0,1620	-0,2572	0,3827	0,6326
			p-value	0,8494	0,1743	0,0568	0,0600

tábeis mostrou-se significativo. Vale ressaltar que o tamanho da amostra é pequeno para inferências mais consistentes, no entanto, esta é uma limitação para as pesquisas que demandam dados do mercado acionário brasileiro.

Pode-se verificar, na Tabela 3, que o R^2 no período analisado variou de 13,20% a 34,85%, sugerindo que o lucro e a variação do lucro são informações que influenciam significativamente o retorno econômico, mesmo num ambiente em que as boas práticas de governança corporativa são exigidas em menor grau. Observa-se que a informação contábil é relevante para o mercado de capitais, pois o poder explicativo das variáveis contábeis mostrou-se significativo em todos os anos.

Na Tabela 4, observa-se que, em todos os anos, o lucro e a variação do lucro são informações que influenciam significa-

tivamente o retorno econômico, mesmo para as empresas que não estão classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. O R^2 no período analisado variou de 4,37% a 25,27%, portanto, a informação contábil é relevante para o mercado de capitais, pois o poder explicativo das variáveis contábeis mostrou-se significativo.

Como o objetivo do trabalho é utilizar o R^2 ajustado como métrica para avaliar o poder explanatório das variáveis lucro (EARN) e variação do lucro (Δ EARN) das empresas que compõem o Novo Mercado, os Níveis 1 e 2 de Governança da Bovespa e as demais empresas não classificadas nas categorias anteriores, elaborou-se um ranking do R^2 de cada nível diferenciado de governança corporativa da Bovespa, conforme observado na Tabela 5.

Tabela 3 - Resultados do nível 1.

Table 3 - Results for level 1.

Nível 1	N, de Empresas	Ano	Resultado	a0	B1	b2	R2 Ajust,
	22	2001	Coef,	-0,1274	0,6180	0,1195	0,2823
		p-value	0,7783	0,0244	0,2724	0,0165	
25	2002	Coef.	0,5966	0,2019	0,6400	0,3441	
		p-value	0,1665	0,7702	0,1603	0,0037	
45	2003	Coef.	0,6894	0,4557	0,0728	0,3485	
		p-value	0,0003	0,0076	0,2660	0,0000	
51	2004	Coef.	1,2072	0,6512	0,3259	0,2739	
		p-value	0,0066	0,1720	0,1334	0,0002	
33	2005	Coef.	0,5742	1,2278	-0,2014	0,1320	
		p-value	0,4084	0,0237	0,2943	0,0454	

Tabela 4 - Resultados das demais empresas.

Table 4 - Results for the other companies.

Demais empresas	N, de Empresas	Ano	Resultado	a0	B1	b2	R2 Ajust,
	128	2001	Coef,	-0,8339	0,0786	0,0749	0,0437
		p-value	0,0001	0,5356	0,4441	0,0228	
79	2002	Coef.	-0,9534	0,7856	-0,3608	0,2117	
		p-value	0,2158	0,2115	0,1372	0,0000	
159	2003	Coef.	0,3217	0,3040	0,2100	0,2298	
		p-value	0,0006	0,0017	0,0022	0,0000	
167	2004	Coef.	0,3076	0,5647	0,1198	0,2527	
		p-value	0,0223	0,0000	0,0239	0,0000	
115	2005	Coef.	-0,0103	0,4007	0,1668	0,1659	
		p-value	0,9635	0,0028	0,0080	0,0000	

Tabela 5 - Ranking R^2 ajustado.

Table 5 - Adjusted R^2 ranking.

Nível / Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Novo mercado	0,4018	0,6365	0,2882	0,4757	-0,0781*
Nível 2	0,9133	0,3018*	0,9490	0,5686	0,6326
Nível 1	0,2823	0,3441	0,3485	0,2739	0,1320
Demais Empresas	0,0437	0,2117	0,2298	0,2527	0,1659

*Resultados não significativos estatisticamente (considerando significância de 1%, 5% e 10%),

Conforme os resultados apurados nas análises estatísticas indicados na Tabela 5, observa-se que o *timeliness* e a utilidade da informação contábil das empresas que possuem mais mecanismos de governança (novo mercado e nível 2) influenciam mais significativamente o retorno da ação do que as empresas que possuem menos mecanismos de governança (nível 1 e demais empresas).

A fim de enriquecer a análise empírica, conforme motivos comentados anteriormente (dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, dentre outros), as variáveis retorno econômico da ação (RET), lucro líquido por ação (EARN) e variação do lucro líquido por ação (Δ EARN) foram analisadas por meio de regressão com dados em painel pelo método dos mínimos quadrados (*Pooled Least Squares*). Na análise, foram utilizadas as mesmas empresas brasileiras⁴ com ações negociadas na Bovespa durante o período de 2001 a 2005, classificadas pelos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (novo mercado, nível 2, nível 1 e demais empresas, respectivamente).

Conforme a Tabela 6, observam-se os resultados dos dados em painel das empresas que compõem a amostra das empresas listadas na categoria do novo mercado. Verifica-se que o poder explicativo da regressão (R^2 ajustado) é de 13,75%, considerando-se um nível de significância de 5%, ou seja, a informação contábil (lucro e variação do lucro) explica 13,75% do retorno econômico. O lucro e a variação do lucro são informações que influenciam significativamente o retorno econômico, mesmo num ambiente em que as boas práticas de governança corporativa são mais exigidas. Além disso, verifica-se que a regressão e os coeficientes dessa regressão são, estatisticamente, significantes (α igual a 5%).

De acordo com os resultados dos dados em painel das empresas que compõem a amostra das empresas listadas na categoria do nível 2, demonstrados na Tabela 7, observa-se que o poder explicativo da regressão (R^2 ajustado) é de 39,22%, considerando-se um nível de significância de 5%. Verifica-se que o lucro é uma informação que influencia significativamente

Tabela 6 - Painel novo mercado.

Table 6 - New market panel data.

Variável	W	p-value
C	0,281	0,000
EARN	0,553	0,008
VEARN	0,504	0,011
Cross-sections incluídas		51
Total de observações		88
R2 ajustado		0,137596
P-value (F-statistic)		0,000689

*Considerando-se um nível de significância de 0,05.

o retorno econômico, mesmo num ambiente em que as boas práticas de governança corporativa são exigidas em grau intermediário. Vale ressaltar que a variável Δ EARN (variação do lucro) não se demonstrou estatisticamente significativa.

Na Tabela 8, ao analisar-se a relação do *timeliness* e a utilidade da informação contábil e mecanismos de governança corporativa para empresas que compõem a categoria do nível 1, verifica-se que o lucro é uma informação que influencia significativamente o retorno econômico (considerando-se um nível de significância de 10%), mesmo num ambiente em que as boas práticas de governança corporativa são exigidas em menor grau. A variável Δ EARN (variação do lucro) não se demonstrou estatisticamente significativa. O R^2 ajustado obtido foi de 17,72%.

A análise dos dados em painel das demais empresas que possuem ações negociadas na Bovespa, mas não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, conforme demonstrado na Tabela 9, permitiu verificar que o lucro (EARN) e a variação do lucro (Δ EARN) não possuem poder explicativo sobre o retorno econômico da ação (RET). Os resultados obtidos sugerem que não existem evidências da utilidade e da tempestividade da informação contábil das demais empresas (não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa) para o mercado de capitais.

Tabela 7 - Painel nível 2.

Table 7 - Level 2 panel data.

Variável	W	p-value
C	0,166	0,377
EARN	2,307	0,105
VEARN	0,304	0,636
Cross-sections incluídas		15
Total de observações		45
R2 ajustado		0,392235
P-value (F-statistic)		0,000011

*Considerando-se um nível de significância de 0,05,

Tabela 8 - Painel nível 1.

Table 8 - Level 1 panel data.

Variável	W	p-value
C	0,285	0,000
EARN	0,300	0,065
VEARN	0,258	0,162
Cross-sections incluídas		80
Total de observações		141
R2 ajustado		0,177226
P-value (F-statistic)		0,000001

*Considerando-se um nível de significância de 0,10,

⁴ Na análise de dados em painel, foram excluídas as empresas que não possuíam dados (*missing values*) para todas as variáveis.

Tabela 9 - Painel demais empresas.**Table 9** - Panel data for the other companies.

Variável	W	p-value
C	0,426	0,000
EARN	0,000	0,703
VEARN	0,000	0,621
Cross-sections incluídas		484
Total de observações		1820
R2 ajustado		-0,001057
P-value (F-statistic)		0,960905

*Considerando-se um nível de significância de 0,05.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve como objetivo verificar a relação entre o *timeliness* e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Buscaram-se evidências sobre como o ambiente de governança pode influenciar a atividade da contabilidade como meio de informação.

Portanto, a fim de verificar se o lucro das empresas brasileiras que possuem mecanismos de governança influencia significativamente o retorno econômico do período, utilizou-se um dos modelos propostos no *paper* de Bushman *et al.* (2004). As amostras utilizadas na análise foram compostas pelas empresas que compõem o mercado acionário brasileiro, classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

Segundo Bushman *et al.* (2000) e Bushman *et al.* (2004), empresas que possuem uma contabilidade pouco informativa e oportuna têm a necessidade de adotar uma complexa estrutura de mecanismos de governança corporativa com vários instrumentos de proteção a fim de compensar essa deficiência informacional do sistema contábil. De acordo com os resultados encontrados pelos autores no mercado americano, verificou-se uma significativa relação negativa entre o *timeliness* dos lucros e os altos custos com mecanismos de governança corporativa. Lopes (2001, p. 133-134) acrescenta que nas empresas "onde a contabilidade não cumpre o seu papel, mecanismos caros e sofisticados de governança devem ser estabelecidos para compensar tal deficiência. [...] em empresas com números contábeis mais 'pobres' em termos informativos a estrutura de governança é mais cara e maior".

No entanto, de acordo com os resultados encontrados neste trabalho, a hipótese (H0) de que: "no mercado acionário brasileiro, quanto mais complexos e mais caros são os mecanismos de governança corporativa, menores são o *timeliness* e a utilidade da informação contábil" não pode ser aceita. Pode-se observar que estas evidências se mostram contrárias às encontradas por Bushman *et al.* (2004) no mercado americano. No entanto, vale ressaltar as diferenças (estrutura do mercado acionário, estrutura legal, regulamentação contábil, *enforce-*

ment, fontes de financiamento, dentre outras) existentes entre o Brasil e os Estados Unidos.

A evidência de os números contábeis na presença de mecanismos de governança corporativa (novo mercado, nível 2 e nível 1 da Bovespa) no Brasil apresentarem melhor *performance* (*timeliness* e utilidade) do que os números contábeis das empresas não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa pode ser devida ao fato de que os mecanismos de governança são implementados, justamente, para reduzir o gerenciamento de resultados contábeis e evitar a manipulação de dados.

Desse modo, observa-se que, de acordo com os resultados apurados nos testes efetuados com as empresas que possuem algum nível de governança corporativa, a informação contábil apresentou-se útil e tempestiva, influenciando, de certo modo, os retornos econômicos das empresas.

Vale ressaltar que a utilização dos níveis de governança da Bovespa como *proxy* para a complexidade de mecanismos de governança é uma limitação da pesquisa. Portanto, para pesquisas futuras, sugere-se a definição de variáveis que categorizem as empresas pela complexidade das relações contratuais e estruturais a fim de verificar se, em diferentes categorias, além da contabilidade, as empresas necessitam, em maior ou menor grau, de mecanismos adicionais para reduzir a assimetria informacional.

REFERÊNCIAS

- ALI, A.; HWANG, L. 2000. Country-Specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, 38(1):1-21.
- BALL, R.; BROWN, P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6:159-178.
- BALL, R.; KOTHARI, S.P.; ROBIN, A. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29:1-51.
- BASU, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24:3-37.
- BEAVER, W. 1968. The information content of earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6:67-92.
- BEAVER, W.; CLARKE, R.; WRIGHT, W. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of the earnings forecast error. *Journal of Accounting Research*, 17:316-340.
- BEEKES, W.; POPE, P.; YOUNG, S. 2004. The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1):47-59.
- BOVESPA. 2006. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 13/12/2006.
- BUSHMAN, R.; CHEN, Q.; ENGEL, E.; SMITH, A. 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37:167-201.
- BUSHMAN, R.; CHEN, Q.; ENGEL, E.; SMITH, A. 2000. *The sensitivity of corporate governance systems to the timeliness of account-*

- ing earnings. Working Paper. Chapel Hill, University of North Carolina, 63 p.
- BUSHMAN, R.; SMITH, A. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32:237-333.
- COSTA, A.C.O. 2004. *Conservadorismo e os países da América do Sul: um estudo da aplicação do conservadorismo em cinco países da América do Sul*. Vitória, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Dissertação de Mestrado, 92 p.
- COSTA, F.M. 2005. *Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque*. São Paulo, USP, Tese de Doutorado, 139 p.
- COSTA, F.M.; SANTOS, L.S.R. dos. 2005. *Conservadorismo contábil: um estudo empírico nos demonstrativos contábeis em US-GAAP e BR-GAAP das empresas brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Valores de Nova Iorque*. Vitória, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Working Paper, 13 p.
- GIL, A.C. 2002. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4ª ed., São Paulo, Atlas, 175 p.
- GUJARATI, D. 2006. *Econometria básica*. Rio de Janeiro, Campus, 812 p.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Finance*, 58:3-27.
- LOPES, A.B. 2001. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. São Paulo, USP, Tese de Doutorado, 308 p.
- LOPES, A.B. 2002. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo, Thomson, 148 p.
- MARCONI, M.A.; LAKATOS, E.M. 2002. *Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dados*. 5ª ed., São Paulo, Atlas, 282 p.
- MARQUES, L.D. 2000. *Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura*. Portugal, Faculdade de Economia do Porto, 84 p.
- MARTINS, G.A. 2000. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 2ª ed., São Paulo, Atlas, 116 p.
- MARTINEZ, A.L. 2001. *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. São Paulo, USP, Tese de Doutorado, 154 p.
- OHLSON, J.A. 1995. Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2):661-687.
- SANT'ANNA, D.P. 2004. *A relevância das informações contábeis na BOVESPA: avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth*. Vitória, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Dissertação de Mestrado, 149 p.
- SARLO NETO, A. 2004. *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro*. Vitória, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Dissertação de Mestrado, 243 p.
- SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. 1997. A survey on corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2):737-783.
- SLOAN, R.G. 2001. Financial accounting and corporate governance: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3):335-347.
- TUKAMOTO, Y.S. 2004. *Contribuição ao estudo do "gerenciamento" de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs*. São Paulo, USP, Dissertação de Mestrado, 132 p.
- WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. 1986. *Positive accounting theory*. New Jersey, Prentice-Hall, 388 p.

Submetido: 06/07/2007

Aceite: 09/10/2008

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
Av. Fernando Ferrari, 1358, Goiabeiras, 29075-010, Vitória, ES, Brasil.

AMAURY JOSÉ REZENDE

FEA Ribeirão Preto - Universidade de São Paulo
Av. Bandeirantes, 3900, Monte Alegre, 14040-900, Ribeirão Preto, SP, Brasil.