

Sustentabilidade e Gerenciamento de Resultados: Um Estudo Empírico em Empresas Brasileiras no Período 2010-2016.

Dannie Delanoy Carr Quirós - carr.dannie@gmail.com
Universidade Federal de Uberlândia

Fernanda Maciel Peixoto- fmacielpeixoto@gmail.com
Universidade Federal de Uberlândia

Cláudia Mamede Maestri - claudiamamede@yahoo.com.br
Universidade Federal de Uberlândia

Resumo

Este artigo investigou a relação entre a sustentabilidade empresarial e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2016. O método envolveu regressões com dados em painel, adotando como variável dependente o gerenciamento de resultados conforme metodologia proposta por Leuz, Nanda e Wysocki, (2003) e como variável explicativa a sustentabilidade empresarial, mensurada pelo ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) da B3. Como principais resultados, há indícios de que a sustentabilidade empresarial não afeta o gerenciamento de resultados. Porém, constatou-se que a governança corporativa e o tamanho da firma afetam negativamente o gerenciamento de resultados e os resultados negativos do período afetam de forma positiva. Para trabalhos futuros, recomenda-se mensurar o gerenciamento de resultados através de metodologias alternativas, além de utilizar outras formas para mensurar os mecanismos de governança corporativa e a sustentabilidade empresarial das companhias.

Palavras-chave: Sustentabilidade Empresarial; Gerenciamento de Resultados; Governança Corporativa.

1. Introdução

O tema governança corporativa veio à tona principalmente a partir dos estudos de Jensen e Meckling (1976) que integraram conceitos sobre a teoria da agência, a teoria de finanças e a estrutura de propriedade e controle. Nesse contexto, estudos apontam que o mercado financeiro está disposto a pagar mais por empresas que tenham boa governança corporativa (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; VIEIRA; MENDES, 2004). Os investidores acreditam que as empresas com melhor governança corporativa são melhor administradas e menos arriscadas, tendo assim, maior chance de recuperar o seu investimento (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

No Brasil, destaca-se o nível da qualidade de governança corporativa, em que empresas bem governadas tendem a ser mais valiosas e a ter uma maior liquidez. As empresas que pertencem ao nível de Novo Mercado da B3 (antiga BM&FBovespa), têm uma maior valorização das suas ações, aumentam o interesse de investimentos estrangeiros e permitem maior visibilidade no mercado (SANTOS; SILVA; SILVA, 2008).

Internacionalmente, os estudos sobre essa temática apontam a relevância da divulgação oportuna dos resultados das empresas. Na América Latina, o mecanismo de governança corporativa que mais afeta o custo capital e a criação de valor é a divulgação de resultados (TETI et al., 2016). Na China, devido a problemas de agência, os administradores tendem a reportar informações inexatas e as informações financeiras fornecidas aos investidores são consideradas insuficientes (SABBAGHI, 2016). Neste cenário e em relação à transparente divulgação de resultados, surge o gerenciamento de resultados que é utilizado muitas vezes para proteger os interesses dos administradores da empresa ou *insiders* mediante ocultação de informação para os agentes externos da organização ou *outsiders* (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003).

Neste panorama de estudo, outra temática relacionada à governança corporativa é a sustentabilidade empresarial. As empresas são conscientes da importância de integrar governança e sustentabilidade para alcançar desempenho corporativo no longo prazo (KRECHOVSKÁ; PROCHÁZKOVÁ, 2014). Sabe-se que, empresas com alto grau de sustentabilidade envolvem mais os acionistas em suas atividades, possuem maior visão de longo prazo e, ao mesmo tempo, proporcionam uma maior divulgação de informação não financeira (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2014).

Adicionalmente, as empresas sustentáveis ultrapassam suas contrapartes em termos de papel ativo no mercado acionário e maior qualidade da informação financeira, além de apresentarem diferenciais nos seus processos organizacionais (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2014). Assim, melhores práticas de sustentabilidade estão relacionadas a melhores desempenhos, maior valor de empresa e menores riscos (LAMEIRA et al., 2013).

Depois de conhecer estes antecedentes procura-se responder a seguinte pergunta: Como a sustentabilidade empresarial afeta o gerenciamento de resultados? Para isto, foi definida a seguinte hipótese: As empresas pertencentes ao ISE apresentam menor gerenciamento de resultados do que as demais empresas. Os principais trabalhos utilizados como base metodológica são: Silva (2017), Rathke et al (2016), Dechow, Ge e Schrand (2010). Assim, a presente pesquisa aplicou como modelo econométrico uma regressão de dados em painel, para identificar possíveis relações entre sustentabilidade e gerenciamento de resultados de empresas listadas na B3 entre o período 2010 e 2016.

De forma geral, a relação entre gerenciamento de resultados e sustentabilidade empresarial ainda não foi aprofundada, estando a concentração de pesquisas voltada para sustentabilidade e desempenho empresarial em países desenvolvidos (GOYAL; RAHMAN; KAZMI, 2013). Em vista disso, a relevância do presente estudo reside em abordar a relação entre

sustentabilidade e transparência como mecanismo de governança corporativa em mercados emergentes, no caso, o Brasil. Além disso, devido aos sistemas legais e políticos, existem diferenças entre os processos de governança corporativa a nível mundial, sendo que os problemas de governança não são solucionados simplesmente imitando as práticas ou mecanismos de outros países. Portanto, os modelos de governança corporativa devem ser criados e avaliados de acordo com cada caso individual (BHASA, 2004).

2. Revisão da literatura

2.1 Governança corporativa, transparência e gerenciamento de resultados

É importante destacar que os países devem desenvolver modelos de governança corporativa únicos para satisfazer a suas próprias necessidades (BHASA, 2004). Por exemplo, no Brasil, de acordo com os problemas de agência específicos vivenciados no país no período entre 1997 e 2006, foi constatado que a transparência e a proteção aos acionistas minoritários são os mecanismos de governança mais importantes para as empresas (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

A transparência pode ser definida como a disponibilidade de informações de uma empresa para usuários internos e externos (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004). Segundo o estudo de Beekes, Brown, Zhan e Zhang (2016), em mais de 20 países, empresas com melhores práticas de governança corporativa divulgam informação de maneira mais frequente para o mercado, o que faz aumentar a sua transparência. Em países de economias emergentes, o mecanismo de governança corporativa que mais afeta negativamente o custo de capital das empresas é a divulgação da informação, sendo que, quanto maior a divulgação de informação menor será o custo da dívida (LIMA; SANVICENTE, 2013; TETI et al., 2016).

Na China, as boas práticas de governança corporativa favorecem a transparência da divulgação de informação financeira das empresas (LIN; LIU; NORONHA, 2016). Nesse país, o entendimento da governança corporativa é importante para promover ética nos negócios, integridade e sustentabilidade no longo prazo no mercado de capitais (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004). Porém, existe uma pobre qualidade da informação financeira em empresas chinesas de capital aberto devido a modificação de relatórios financeiros e opiniões dos auditores (SABBAGHI, 2016).

Uma das formas de se mensurar a transparência das firmas é através do gerenciamento de resultados (EM cuja sigla em inglês é: *Earnings Management*). Quanto maior for o EM menor será a transparência da firma. As firmas gerenciam resultados principalmente como resposta a estímulos do mercado. Por exemplo, alteram os seus resultados para evitar comunicar perdas, compensam o desempenho recente quando tem prejuízo e pioram o resultado atual para que o resultado futuro pareça melhor (MARTINEZ, 2008).

O gerenciamento de resultados acontece por diferentes circunstâncias como a influência das percepções do mercado de capitais, para aumentar a compensação dos administradores e evitar regulações (HEALY; WAHLEN, 1999). Também é demonstrado que o gerenciamento de resultados acontece mais em empresas que remuneram mal os serviços de auditoria (MARTINEZ; MORAES, 2017) e quando existe uma alta dependência do conselho de administração (SILVA, 2017).

No Reino Unido, existe uma relação negativa entre gerenciamento de resultados e a qualidade da informação divulgada, porém a governança corporativa não se relaciona significativamente com o gerenciamento de resultados (KATMON; FAROOQUE, 2015). Ademais, nota-se que as empresas britânicas com melhor governança são mais agressivas em ir contra o gerenciamento de resultados do que as empresas com governança corporativa fraca

(LEHMANN, 2016). Os latino-americanos gerenciam mais os resultados que os anglo-saxões e europeu-continentais (RATHKE et al., 2016).

Segundo Consoni, Colauto e Lima (2017), no Brasil não há relação entre divulgação voluntária de informação e gerenciamento de resultados, o que é contrário a pressupostos teóricos, mas pode ser explicado pelas empresas brasileiras que não têm muito interesse na divulgação voluntária de boa qualidade, porque os acionistas usufruem benefícios privados de controle. Esta situação favorece a assimetria de informação e não impede o gerenciamento de resultados, visto que as empresas brasileiras que gerenciam resultados, utilizam despesas com vendas, gerais e administrativas para mascarar as perdas do mercado (CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017; REIS; LAMOUNIER; BESSAN, 2015).

O gerenciamento de resultados tende a diminuir quando a proteção aos investidores minoritários aumenta, porque uma forte proteção ao acionista limita a habilidade dos administradores de adquirir benefícios privados de controle e de mascarar resultados (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003). Finalmente, empresas em processo falimentar como era de se esperar são mais propensas ao uso de gerenciamento de resultados (AHMADPOUR; SHAHSAVARI, 2016).

2.2 Sustentabilidade empresarial e índice ISE

A sustentabilidade empresarial é importante porque empresas que adotam práticas sustentáveis possuem tendência a uma boa performance (CHANG; KUO, 2008). Empresas estadunidenses que adotaram voluntariamente políticas de sustentabilidade mostraram procedimentos organizacionais mais eficientes que as empresas que não o fizeram, apresentando tendência de serem mais orientadas para o longo prazo e terem melhor desempenho contábil (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2014). Na República Checa as empresas estão conscientes da importância da sustentabilidade para atingir bom desempenho no longo prazo, sendo que a sustentabilidade deve ser parte integral da estratégia, do planejamento e do controle (KRECHOVSKÁ; PROCHÁZKOVÁ, 2014).

A sustentabilidade empresarial tem sido associada com aspectos como valor, desempenho, risco e custo de capital, em diversos estudos empíricos. No mercado de capitais brasileiro, melhores práticas de sustentabilidade estão relacionadas a melhor desempenho, maior valor e menor risco (LAMEIRA et al., 2013). No período entre 2009 e 2013, empresas participantes do ISE apresentaram menor custo da dívida e menor endividamento (PEIXOTO et al., 2016). Além disso para empresas do setor da manufatura foi revelado que o valor de mercado, a governança corporativa e até a estratégia são características influentes no aumento do desempenho da sustentabilidade corporativa (GOYAL; RAHMAN; KAZMI, 2015).

No que tange ao rendimento financeiro gerado pela sustentabilidade, a divulgação de informação não financeira está associada com rendimento na sustentabilidade da empresa até um ano depois da divulgação. Portanto, o rendimento da sustentabilidade atual está ligado com a divulgação da informação não financeira histórica da empresa (REZAEI; TUO, 2017). No *top 100* de empresas sustentáveis globais de 2008 evidenciou-se que as empresas com maior sustentabilidade apresentaram um melhor desempenho financeiro medido pelo retorno sobre os ativos, e pelo lucro antes de impostos e fluxo de caixa das operações, em relação às empresas consideradas não sustentáveis (AMEER; OTHMAN, 2012; KANTABUTRA, 2011; WEBER, 2017).

No Brasil, desde 2005, a B3 possui o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em que são incluídas as empresas com práticas e compromissos com a sustentabilidade. Segundo este índice, a sustentabilidade está composta por: (a) Eficiência Econômica, (b) Equilíbrio Ambiental, (c) Justiça Social e (d) Governança Corporativa. Além disso, diferencia as empresas com maiores preocupações em termos de qualidade, transparência, desenvolvimento

sustentável e desempenho empresarial nas dimensões econômicas, sociais e ambientais (BM&FBovespa, 2017). Para a presente pesquisa foi utilizada uma variável dicotômica que assume o valor de 1 se a empresa pertence ao ISE e 0 se não pertence. Esta é uma *proxy* utilizada na maior parte das pesquisas para representar a sustentabilidade ou práticas sustentáveis. Na maior parte dos estudos, as características que mais influenciam uma empresa a pertencer ao ISE são: tamanho da firma (NUNES et al., 2010) e rentabilidade da empresa (MARTINS; CAMPOS; MARTINS, 2016). Os investimentos sociais não explicam a adesão de empresas ao ISE (MARTINS; CAMPOS; MARTINS, 2016). Participar do ISE faz com que as empresas brasileiras reduzam suas possibilidades de financiamento externo e reduzam seu risco, comparadas com as empresas que não estão presentes no índice (TEIXEIRA; NOSSA; FUNCHAL, 2011).

2.3 Gerenciamento de resultados e sustentabilidade empresarial

Internacionalmente foi evidenciado que existe uma relação positiva entre a sustentabilidade e a divulgação de resultados contábeis. Em empresas listadas na bolsa de valores da Espanha, no período entre 2003 e 2012, esta relação se fortalece na medida em que o acionista majoritário detém a propriedade sobre os fluxos de caixa. Isto porque, segundo o estudo, o acionista controlador se esforça para promover relações no longo prazo com os outros acionistas por meio da divulgação da sustentabilidade como forma de melhorar a reputação da firma e manter a credibilidade financeira no mercado (BONA-SÁNCHEZ; PÉREZ-ALEMÁN; SANTANA-MARTIN, 2017).

Também, em um estudo sobre os relatórios de sustentabilidade de empresas da Malásia no período entre 2011 e 2013 foi demonstrado que o desempenho financeiro e o tamanho da companhia tem uma relação positiva com a qualidade dos relatórios de sustentabilidade, porém os *accruals* anormais e a alavancagem não revelaram relação significativa com a qualidade dos relatórios de sustentabilidade (IBRAHIM et al., 2015).

Como foram encontrados poucos estudos que relacionassem gerenciamento de resultados e sustentabilidade empresarial, o presente trabalho buscou fundamentar esta relação a partir de trabalhos que estudaram o gerenciamento de resultados e a responsabilidade social corporativa, desde que esta estivesse voltada para as principais dimensões da sustentabilidade: ambiental, social e econômica.

Foi comprovada uma relação significativa entre a divulgação da responsabilidade social corporativa e o gerenciamento de resultados. Na indústria do óleo e gás foi achada uma relação negativa, por sua vez na indústria de alimentos apresentou uma relação positiva. Isso sinaliza que a relação entre responsabilidade social corporativa e gerenciamento de resultados são mais afetados pelo ambiente político do que pelas considerações éticas (YIP; STADE; CAHAN, 2011).

Em um estudo que envolveu mais de 1600 empresas de 46 diferentes países ao redor do mundo constatou-se que empresas que tem um compromisso maior com a responsabilidade social corporativa mitigam o gerenciamento de resultados (CHIH; SHEN; KANG, 2008). Para 27 empresas listadas na bolsa de valores da Indonésia não existe influência entre gerenciamento de resultado e as práticas de responsabilidade social corporativa e, baseados também na responsabilidade social corporativa, as atividades associadas ao gerenciamento de resultados afetam negativamente o rendimento da companhia à longo prazo (RAHMAWATI; DIANITA, 2011).

Curiosamente a reponsabilidade social empresarial pode ser uma ferramenta poderosa para os administradores de empresas que gerenciam resultados para ganhar apoio dos acionistas e assim reduzir significativamente as chances deles serem demitidos. A relação positiva entre responsabilidade social corporativa e rendimento financeiro é negativamente moderada

quando é combinada com o gerenciamento de resultados (PRIOR; SURROCA; TRIBÓ, 2007).

Considerando que as empresas sustentáveis têm menos probabilidade de gerenciar resultados (KIM; PARK; WIER, 2012), o presente trabalho definiu a seguinte hipótese de pesquisa: Há relação inversa entre gerenciamento de resultados e sustentabilidade empresarial em empresas brasileiras presentes no ISE. Portanto, espera-se que empresas classificadas como sustentáveis (presentes no ISE) gerenciem menos seus resultados.

3. Metodologia

3.1 Amostra

A amostra do trabalho está composta por empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, com exclusão das empresas financeiras devido às suas particularidades econômicas e contábeis. Os dados foram coletados na base de dados Economatica, envolvendo o período de 2010 até 2016. O período inicial deve-se ao fato de que em 2010 ocorreu a adoção dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS) (Padrões internacionais de contabilidade) pelas empresas brasileiras segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o período final deve-se à disponibilidade dos dados no momento de execução da pesquisa. Foram eliminadas as empresas que não apresentaram nenhum valor em nenhuma variável durante o período em estudo. Depois de realizados os filtros e a seleção da amostra, esta ficou composta por 672 empresas.

3.2 Variáveis

3.2.1 Variáveis dependentes

O gerenciamento de resultados foi a variável dependente. A *proxy* desta variável foi a suavização dos lucros operacionais publicados mediante a alteração de componentes contábeis (acumulações ou *accruals* em inglês) segundo a metodologia utilizada por (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003). A variável gerenciamento de resultados é dividida em 4 “sub-variáveis”, porque foi calculada de 4 formas diferentes. Para o cálculo destas variáveis é preciso mensurar os lucros após o imposto de renda (LDIR) e o fluxo de caixa operacional (CFO - *cash flow from operations*) respectivamente por meio das fórmulas 1 e 2:

$$LDIR = LAIR - Provisão IR + Reversão de Juros Sobre o Capital Proprio (1)$$

$$CFO = LDIR - ACC (2)$$

O ACC que se apresenta na fórmula 2 corresponde às acumulações ou *accruals*. Esta variável corresponde a itens contábeis que não representam entradas e saídas efetivas de caixa. O cálculo dos ACC é realizado por meio da fórmula 3:

$$ACC = (\Delta AC - \Delta CASH) - (\Delta PC - \Delta DC - \Delta TP) - DEP (3)$$

Onde: Δ = Variação; AC = Total de ativo circulante; CASH = Disponíveis e investimentos de curto prazo; PC = Total do passivo circulante; DC = Dívida de curto prazo; TP = Imposto de renda a pagar; DEP = Despesas de depreciação e amortização.

A variável gerenciamento 1 (GIR) é calculada por meio do desvio padrão dos lucros operacionais (LDIR) dividido pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional (CFO) A variável de gerenciamento 2 (GIIR) é a correlação entre os *accruals* e o fluxo de caixa operacional. A variável de gerenciamento 3 (GIIIR) é calculada pelo valor absoluto da divisão entre ACC e o CFO. Finalmente, a variável de gerenciamento 4 (GER) é um resumo geral das variáveis porque é a média simples de GIR, GIIR e GIIIR, e para tal variável um maior valor demonstra gerenciamento de resultados (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003). Nesta pesquisa, as quatro variáveis de gerenciamento foram testadas, e após os testes, os modelos

apresentados (que apresentaram melhor ajuste) foram os que envolveram a variável de gerenciamento 4 (GER).

3.2.2 Variável Independente

A variável independente (ISE) utilizada na pesquisa é a sustentabilidade empresarial mensurada por meio da seguinte classificação: 0 para empresas que não pertencem ao ISE e que não fazem parte da lista de empresas elegíveis (Empresas não sustentáveis), 1 para empresas que compõem a lista de elegíveis, mas não pertencem ao ISE (Empresas “quase sustentáveis”) e 2 para as empresas que pertencem ao ISE (Empresas sustentáveis). Esta variável fundamenta-se em Barros, Soares e Lima (2013); Cunha e Piccoli (2017); Dechow, Ge e Schrand (2010); Silva (2017). Espera-se que tenha uma relação negativa com o gerenciamento de resultados, isto é, dizer que empresas participantes do ISE teriam menor probabilidade de gerenciar seus resultados.

3.2.3 Variáveis de Controle

Entre as variáveis de controle encontra-se a Governança Corporativa (IGC) que foi utilizada nos trabalhos de Barros, Soares e Lima (2013), Cunha e Piccoli (2017), Dechow, Ge e Schrand (2010) e Silva (2017). É uma variável *dummy* que tem o valor de 1 quando a empresa é classificada no segmento de Novo Mercado e 0 se for classificada em qualquer um dos outros níveis de governança corporativa ou no mercado tradicional. Espera-se, para esta variável, uma relação negativa com o GR, isto é, supõe-se que empresas pertencentes aos níveis de governança da bolsa gerenciem menos seus resultados contábeis. Foi utilizada esta *proxy* com a intenção de classificar melhor as empresas segundo a sua governança corporativa e para o momento da pesquisa não foi achado uma referência que tivesse utilizado exatamente essa forma de mensuração.

A variável Rentabilidade (ROA) corresponde ao retorno sobre o ativo total e é calculada pela divisão entre lucro líquido e o ativo total e é uma variável muito utilizada na literatura como fator influenciador de gerenciamento de resultados. Esta variável foi utilizada por Barros, Soares e Lima (2013), Consoni, Colauto e Lima (2017), Dechow, Ge, Schrand (2010), Martinez e Moraes (2017), Nardi, e Nakao (2009), Rathke et al (2016), Reis, Lamounier e Bessan (2015), Sprenger, Kronbauer e Costa (2017). No caso desta variável, os estudos divergem no tipo de relação com gerenciamento de resultados.

O Tamanho (TAM) corresponde à dimensão da empresa e é calculado pelo logaritmo natural dos ativos totais, sendo uma variável muito utilizada para explicar o gerenciamento de resultados utilizadas nas pesquisas de Barros, Soares e Lima (2013), Consoni, Colauto e Lima (2017), Cunha e Piccoli (2017), Dechow, Ge e Schrand (2010), Nardi e Nakao (2009), Rathke et al (2016), Reis, Lamounier e Bessan (2015), Silva (2017) e Sprenger, Kronbauer e Costa (2017). O sinal da relação entre TAM e GR é incerto, pois há estudos que encontram ambos os sinais.

O Endividamento (END) é calculado pela divisão entre a dívida de longo prazo e o patrimônio líquido. Esta variável está presente nas pesquisas de Dechow, GE e Schrand (2010), Nardi e Nakao (2009), Silva (2017) e Sprenger, Kronbauer e Costa (2017) Espera-se que quanto mais endividada se encontrar uma firma, maior seja o seu gerenciamento de resultados. Por outro lado, a Concentração acionária (CON) é a porcentagem de ações ordinárias em poder do acionista majoritário. Segundo a literatura, quanto maior for a concentração acionária, maior será também o gerenciamento de resultados. Isto porque quando há uma alta concentração acionária gerenciar resultados é mais fácil. Para fundamentar o uso desta variável no nosso modelo foi utilizada as referências de Consoni, Colauto, Lima (2017), Dechow, Ge e Schrand (2010) e Silva (2017).

Outra variável que afeta o gerenciamento de resultados, de forma positiva, são os Resultados Negativos (RES), segundo Cuadro-Ballesteros, Martínez-Ferrero, García-Sánchez (2017), Nardi, Nakao (2009); Rathke et al (2016), Sprenger, Kronbauer e Costa (2017). Esta variável é representada por meio de uma *dummy* que assume o valor de 0 quando o lucro líquido é zero ou maior que zero (não há prejuízo) e o valor de 1 quando o lucro líquido é menor do que zero (há prejuízo), espera-se que tenha relação negativa com o gerenciamento de resultados indicando que quando o período apresenta prejuízo os administradores vão gerenciar os resultados por diversas razões como melhorar a imagem da sua gestão ou manter benefícios e/ou privilégios. A variável *Market-to-book* (MTB) é a razão entre o valor de mercado da empresa e seu valor patrimonial e espera-se que tenha uma relação negativa com o gerenciamento de resultados segundo Reis, Lamounier e Bressan (2015). Isto quer dizer que quando a empresa for mais valiosa ela vai tender a gerenciar menos os resultados, provavelmente porque uma empresa com maior valor não tem que manipular os seus resultados para ter uma boa imagem ante o mercado e *outsiders*.

Segundo Silva (2017), a Crise (CRI) é uma variável que influi no gerenciamento de resultados. Para mensura-la foi utilizado uma variável *dummy*, 1 para os anos que apresentaram crises e 0 para os que não segundo a literatura. Os anos que foram considerados como crise foram 2013, 2014, 2015 e 2016 os quais correspondem à crise política-econômico do Brasil, enquanto os anos que não foram considerados como com crise foram 2010, 2011, 2012 e 2017. Finalmente, foi utilizada a variável Setor (SET) onde setor de cada empresa foi classificado em setor primário, secundário e terciário. Embora, não se tem como referencia uma pesquisa com esta classificação para setor fundamenta-se o uso desta variável nos trabalhos de Cunha e Piccoli (2017), Rathke et al (2016), Silva (2017) e Sprenger, Kronbauer e Costa (2017). Em relação ao procedimento de separação dos setores foram consideradas como empresas do setor primário as empresas pertencentes aos setores de agro e pesca, minerais não metálicos, mineração, petróleo e gás. Para o setor secundário os setores de alimentos e bebidas, eletrônicos, energia elétrica, máquinas industriais, papel e celulose, química, siderurgia e metalurgia, têxtil, veículos e peças. Para o setor terciário os setores de comércio, construção, software e dados, telecomunicações, transporte e serviços.

No quadro 1 a seguir estão expostas as variáveis que compuseram a presente pesquisa.

Variável	Mensuração	Sinal Esperado	Referência
Variável dependente			
Gerenciamento de resultados (GER)	$GER = \frac{GR1 + GR2 + GR3}{3}$	(-)	(1)
Variável Independente			
Sustentabilidade (ISE)	Classificação de 0 para as não sustentáveis, 1 para as quase sustentáveis e 2 para as sustentáveis.	(-)	(2) e (3)
Variáveis de Controle			
Governança Corporativa (IGC)	<i>Variável dummy</i> igual a 1 para as empresas classificadas no Novo Mercado e valor 0 para as empresas dos Níveis 1, 2 e Tradicional.	(-)	(6), (9), (12), (13)
Retorno sobre ativo total (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	(+/-)	(4) (5), (7), (8) (10), (11), (12), (13)
Tamanho da empresa (TAM)	$TAM = Ln(\text{Ativo Total})$	(+/-)	(4), (5), (6), (7), (8), (9), (11), (12), (13)
Endividamento (END)	$END = \frac{\text{Dívida Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	(+)	(4), (6), (8), (12)
Concentração	Porcentagem de ações ordinárias possuídas pelo	(+)	(5),(6), (12)

Variável	Mensuração	Sinal Esperado	Referência
acionária (CON)	maior acionista.		
Resultados Negativos (RES)	Dummy 1 para ano com prejuízo e 0 para ano sem prejuízo	(+)	(4),(8),(10), (11)
Crise (CRI)	Dummy 1 para ano com crise segundo a literatura e 0 para ano sem crise.		(6)
Market-to-book	$MTB = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}}$	(-)	(7),(11)
Setor (SET)	Os setores da base Econômica foram reclassificados em setor primário, setor secundário e setor terciário.	n/a	(6), (8), (9), (11)

QUADRO 1 - Variáveis da pesquisa. *Notas:* (1) (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003); (2) (GUIMARÃES; PEIXOTO; CARVALHO, 2017); (3)(PEIXOTO et al., 2016) ; (4)(NARDI; NAKAO, 2009); (5) (CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017); (6) (SILVA, 2017); (7) (REIS; LAMOUNIER; BESSAN, 2015) ; (8) (SPRENGER; KRONBAUER; COSTA, 2017); (9)(CUNHA; PICCOLI, 2017); (10) (MARTINEZ; MORAES, 2017); (11) (RATHKE et al., 2016); (12) (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010); (13) (BARROS; SOARES; LIMA, 2013).
Fonte: Elaboração própria.

3.2.4 Modelo Econométrico

Após a definição das variáveis do modelo econométrico, foram realizados testes para selecionar o tipo de modelo de dados em painel mais adequado aos dados e testes para diagnosticar problemas de autocorrelação, multicolinearidade e heterocedasticidade. Além disso, buscou-se identificar possíveis *outliers* e fazer o tratamento correspondente a eles, usando a técnica de winsorização. Todos os processos foram feitos através do software estatístico Stata 13 ®. O modelo utilizado apresenta-se a seguir:

$$GIR = \beta_0 + \beta_1 ISE_{it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 CON_{it} + \beta_7 RES_{it} + \beta_8 CRI_{it} + \beta_9 MTB_{it} + \beta_{10} SET_{it}$$

Onde para ambos os grupos de modelos:

i = indicador *cross-section*;

t = indicador de tempo;

n = número de variáveis de controle;

β = coeficientes associados às variáveis independentes e de controle;

ε = termo de erro da equação.

4. Análise dos resultados

4.1 Análise descritiva

As tabelas a seguir apresentam um resumo das principais análises descritivas aplicada às variáveis que compõem os diferentes modelos como número de observações, médias, desvio padrão, valores mínimos e máximos. Estes dados foram apresentados em três tabelas porque a primeira tabela apresenta a informação das empresas não sustentáveis (Não estão presentes no ISE). A segunda tabela apresenta a informação das empresas “quase sustentáveis” (Não estão presentes no ISE, mas compõem a lista das empresas elegíveis). A terceira tabela apresenta a informação das empresas sustentáveis (Presentes no ISE).

TABELA 1- Análise descritiva para empresas não sustentáveis

Variável	Observações	Media	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
GER	3926	0,040738	0,0536849	1,20e-16	,1735296
IGC	4254	0,0550071	0,2280208	0	1
ROA	2350	-3,937546	19,72094	-60,38525	14,04655
TAM	1845	8,82646	0,9505406	7,031689	10,62693
END	1845	0,4491338	0,6156796	-0,0128771	2,037498
CON	1710	64,27761	28,35611	0,1389277	100
RES	1840	0,3951087	0,4890069	0	1

CRI	4254	0,3617772	0,4805713	0	1
MTB	1168	2,39e+09	4,40e+09	2,94e+07	2,27e+10

Nota. Significado das siglas: GER = Gerenciamento de Resultados ISE = Sustentabilidade; IGC = Governança Corporativa; ROA = Rentabilidade; TAM = Tamanho; END = Endividamento; COM = Concentração Acionária; Resultados Negativos (RES); MTB = *Market-to-book*. Fonte: Elaboração própria.

TABELA 2- Análise descritiva para empresas quase sustentáveis

Variável	Observações	Media	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
GER	877	0,0583663	0,048098	1,20e-16	0,1735296
IGC	877	0,5279361	0,4995038	0	1
ROA	505	-2,55925	17,44193	-60,38525	14,04655
TAM	828	9,620321	0,5774372	7,031689	10,62693
END	828	0,5991036	0,6223626	-0,0128771	2,037498
CON	845	42,66245	24,4395	0,1387751	100
RES	828	0,3200483	0,4667767	0	1
CRI	877	0,4355758	0,4961151	0	1
MTB	827	5,19e+09	6,45e+09	2,94e+07	2,27e+10

Nota. Significado das siglas: GER = Gerenciamento de Resultados ISE = Sustentabilidade; IGC = Governança Corporativa; ROA = Rentabilidade; TAM = Tamanho; END = Endividamento; COM = Concentração Acionária; Resultados Negativos (RES); MTB = *Market-to-book*. Fonte: Elaboração própria.

TABELA 3 - Análise descritiva para empresas sustentáveis

Variável	Observações	Media	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
GER	245	0,0626891	0,045732	0,0023026	0,1735296
IGC	245	0,5183673	0,5006854	0	1
ROA	117	-0,4670276	18,11891	-60,38525	14,04655
TAM	241	10,33062	0,3229498	9,429355	10,62693
END	241	0,8468041	0,5967823	0	2,037498
CON	243	45,27032	23,72502	5,162218	100
RES	241	0,120332	0,3260264	0	1
CRI	245	0,3877551	0,4882356	0	1
MTB	236	1,46e+10	7,81e+09	7,39e+08	2,27e+10

Nota. Significado das siglas: GER = Gerenciamento de Resultados ISE = Sustentabilidade; IGC = Governança Corporativa; ROA = Rentabilidade; TAM = Tamanho; END = Endividamento; COM = Concentração Acionária; Resultados Negativos (RES); MTB = *Market-to-book*. Fonte: Elaboração própria.

Esta análise permite observar que as empresas sustentáveis tem na média um maior gerenciamento de resultados que as quase sustentáveis e as não sustentáveis, o que contraria aos seguintes autores: Bona-Sánchez, Pérez-Alemaán, Santana-Martin (2017), Yip, Stade e Cahan (2011), Chih, Shen e Kang (2008) e Kim, Park e Wier (2012). Ademais, nota-se que empresas com boas práticas de sustentabilidade mostram ter um maior tamanho, endividamento, e valor de mercado e menor concentração acionária, rentabilidade e resultados negativos que as que não são sustentáveis.

É importante mencionar que foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) que permite identificar possíveis problemas de multicolinearidade.. Depois de realizado o teste foi confirmada a não presença deste fenômeno. A seguir apresenta-se a tabela que mostra as correlações entre as variáveis dos modelos.

TABELA 4 – Análise de correlação

Variáveis	GER	ISE	IGC	ROA	TAM	END	CON	RES	CRI	MTB
GER	1,00									
ISE	0,14*	1,00								
IGC	0,04*	0,49*	1,00							
ROA	0,08*	0,04	0,02	1,00						
TAM	-0,24*	0,51*	0,30*	0,07*	1,00					
END	-0,18*	0,18*	0,11*	0,01	0,43*	1,00				
COM	0,06*	-0,32*	-0,45*	-0,06*	-0,22*	-0,7*	1,00			
RES	0,22*	-0,15*	-0,07*	-0,10*	-0,28*	-0,06*	0,08*	1,00		

CRI	0,01	0,04*	-0,01	-0,01*	-0,04*	-0,00*	0,03*	-0,01	1,00	
MTB	-0,14*	0,50*	0,15*	0,02	0,67*	0,19*	-0,12*	-0,28*	-0,05*	1,00

Nota. Significado das siglas: GER = Gerenciamento de resultados ISE = Sustentabilidade; IGC = Governança corporativa; ROA = Rentabilidade; TAM = Tamanho; END = Endividamento; COM = Concentração acionária; Resultados negativos (RES); MTB = *Market-to-book*; Os asteriscos significam o nível de significância, * corresponde a 10%, ** a 5% e *** a 1%. Fonte: Elaboração própria.

A tabela anterior mostra que não existe alta correlação entre variáveis do modelo. Apresenta-se significância estatística na maioria das variáveis. Todas as variáveis com exceção de CRI (Crise) mostraram correlação significativa com o gerenciamento de resultados. Isto pode indicar um bom ajuste do modelo econométrico sob a perspectiva da escolha das variáveis porque não há alta correlação entre elas, e ao mesmo tempo as variáveis estão relacionadas e, portanto, são influentes da variável dependente.

4.2 Resultados estimados

Foram realizados os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman onde determinou-se que o tipo de regressão mais adequado aos dados é o modelo de efeitos fixos. O teste de Wald revelou que há heterocedasticidade nos dados, portanto foi utilizado o comando *vce (robust)* no software Stata 13® para tratar essa particularidade na regressão. Em relação à autocorrelação, depois de aplicado o teste de Wooldridge identificou-se que não se apresenta este fenômeno no modelo. Finalmente em relação ao teste de normalidade de Shapiro Wilk foi evidenciada a ausência de normalidade nos dados. A seguir se apresenta a tabela com os resultados da regressão em painel de efeitos fixos.

TABELA 5 – Resultados estimados a partir de dados em painel com efeitos fixos

GER	Coefficiente	Erro padrão	Z	P>z	[95% Intervalo de confiança]	
ISE	-0,000019	0,0014014	-0,01	0,989	-0,0027657	0,0027277
IGC	-0,0041578	0,0014426	-2,88	0,004	-0,0069852	-0,0013303
ROA	0,0000277	0,0000175	1,59	0,113	-6,55e-06	0,0000619
TAM	-0,0028938	0,0016791	-1,72	0,085	-0,0061847	0,0003971
END	0,0011610	0,0009712	1,20	0,232	-0,0007425	0,0030645
CON	-0,0000252	0,0000238	-1,06	0,290	-0,0000717	0,0000214
RES	0,0017181	0,0008833	1,94	0,052	-0,0000132	0,0034494
CRI	-0,0010578	0,0010624	-1,00	0,319	-0,00314	0,0010244
SET- Primário	0,0138253	0,0418127	0,33	0,741	-0,0681261	0,0957766
SET- Secundário	-0,0113338	0,0388079	-0,29	0,770	-0,0873959	0,0647282
SET- Terciário	-0,0203600	0,0387814	-0,52	0,600	-0,0963702	0,0556502
Constante	0,1031753	0,0417338	2,47	0,013	0,0213785	0,1849721
N	1153	Teste de Wooldridge			0,1882. Não há autocorrelação	
R	0,0686	Teste de Wald			0,000. Há heteroscedasticidade	
VIF	5,55	Teste de Shapiro Wilk			0,0000. Não há normalidade	
Teste de Breusch-Pagan	0,0000	Controlado por Ano			Sim	
Teste de Chow	0,0000	Controlado por Setor			Sim	
Teste de Hausman	0,1713	Modelo de Dados em Painel			Efeitos Fixos	

Nota. Significado das siglas: GER = Gerenciamento de Resultados ISE = Sustentabilidade; IGC = Governança Corporativa; ROA = Rentabilidade; TAM = Tamanho; END = Endividamento; COM = Concentração Acionária; Resultados Negativos (RES); MTB = *Market-to-book*. Os asteriscos significam o nível de significância, * corresponde a 10%, ** a 5% e *** a 1%. Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 5 mostra uma relação negativa, embora não significativa, entre as variáveis de interesse (GER e ISE). Este achado corrobora os resultados de Rahmawati e Dianita (2011) que indicam que não existe influência real e estatística entre sustentabilidade empresarial e gerenciamento de resultados. Portanto, a hipótese de pesquisa (As empresas pertencentes ao ISE apresentam menor gerenciamento de resultados do que as demais empresas) não pôde ser comprovada, contrariando em parte os achados de Bona-Sánchez, Pérez-Alemaán, Santana-Martin (2017), Yip, Stade e Cahan (2011), Chih, Shen e Kang (2008) e Kim, Park e Wier

(2012). Estes resultados indicavam que na presença de sustentabilidade empresarial em empresas haverá menor gerenciamento dos resultados porque os administradores não estariam induzidos a manipular a informação contábil para melhorar a reputação da firma e a credibilidade financeira no mercado.

No que tange às variáveis de controle, encontrou-se relação inversa e significativa ao nível de 1% entre o fato de pertencer ao Novo Mercado (IGC) e a prática do gerenciamento de resultados. Este achado corrobora os trabalhos de Barros, Soares e Lima (2013), Cunha e Piccoli (2017), Dechow, Ge e Schrand (2010) e Silva (2017) que pesquisaram temáticas parecidas à presente pesquisa e cujos resultados apoiam uma eventual relação inversa entre GER e governança. Empresas com boas práticas de governança corporativa incorporam mecanismos e sistemas que melhoram o seu rendimento em relação a diferentes aspectos que afetam diretamente o gerenciamento de resultados como a transparência que é um componente da governança corporativa.

Outras variáveis de controle que apresentaram significância no modelo econométrico foram o tamanho (TAM) e os resultados negativos (RES). O tamanho da empresa revelou uma relação inversa com o gerenciamento de resultado a uma significância do 10% o que indica que quanto maior for a empresa, menor será o gerenciamento de resultados. O TAM é uma variável amplamente utilizada para explicar o gerenciamento de resultados e utilizadas em diversas pesquisas como de Barros, Soares e Lima (2013), Consoni, Colauto e Lima (2017), Cunha e Piccoli (2017), Dechow, Ge e Schrand (2010), Nardi e Nakao (2009), Rathke et al (2016), Reis, Lamounier e Bessan (2015), Silva (2017) e Sprenger, Kronbauer e Costa (2017). Porém os trabalhos divergem quanto aos resultados para esta variável. No caso desta pesquisa, infere-se que por as empresas serem maiores implementam melhores controles internos, auditorias, fiscalização e melhores sistemas, o que pode diminuir a incidência de gerenciamento de resultados.

Os resultados negativos (RES) apresentaram relação positiva com o gerenciamento de resultados. RES é uma variável que segundo Cuadro-Ballesteros, Martínez-Ferrero, García-Sánchez (2017), Nardi, Nakao (2009), Rathke et al (2016), Sprenger, Kronbauer e Costa (2017) apresenta relação positiva com gerenciamento de resultados porque quando uma empresa encontra-se com prejuízo ou situações adversas em termos de desempenho, os seus administradores são mais propensos a manipular ou gerenciar os resultados contábeis da mesma a seu favor para conseguir comissões, melhorar a imagem da empresa, etc. Logo, o resultado encontrado neste estudo para a variável RES corroborou a literatura sobre o tema e está alinhado com o que se esperava inicialmente.

Conclusão

Este artigo buscou analisar a relação entre sustentabilidade empresarial e gerenciamento de resultados para firmas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2017. A amostra final foi composta por 672 empresas que foram classificadas em sustentáveis, elegíveis à sustentabilidade ou quase sustentáveis e não sustentáveis para a análise descritiva. O método de análise foi regressão com dados em painel, adotando o modelo de efeitos fixos.

Utilizou-se como variável dependente o gerenciamento de resultados calculado por meio da metodologia de Leuz et al., 2003 e, como variável independente de teste, a sustentabilidade empresarial. Também foram inseridas variáveis de controle relacionadas às características das firmas baseados principalmente em Silva (2017), Rathke et al (2016) e Dechow, Ge e Schrand (2010).

Os resultados da presente pesquisa apontam que há relação negativa e não significativa entre sustentabilidade empresarial (ISE) e gerenciamento de resultados (GER) concordando com os resultados de Rahmawati e Dianita (2011), portanto a hipótese do trabalho não pôde ser

comprovada (Empresas pertencentes ao ISE gerenciam menos os resultados), contrariando em parte os resultados de Bona-Sánchez, Pérez-Alemaán, Santana-Martin (2017), Yip, Stade e Cahan (2011), Chih, Shen e Kang (2008) e Kim, Park e Wier (2012).

Além disso, este estudo encontrou também uma relação inversa e significativa entre governança corporativa (medida pelo Novo Mercado) e tamanho (TAM) com o gerenciamento de resultados. Isto indica que empresas maiores e com boas práticas de governança corporativa reduzem a incidência do gerenciamento de resultados, provavelmente pelo fato de que aumentam os seus controles internos e a sua transparência. Por outro lado, constatou-se que os resultados negativos (RES) que a firma tenha (prejuízo) irão aumentar o gerenciamento de resultados, o que corrobora os estudos de Cuadro-Ballesteros, Martínez-Ferrero, García-Sánchez (2017), Nardi, Nakao (2009); Rathke et al (2016), Sprenger, Kronbauer e Costa (2017). Isto é, empresas com prejuízo tendem a gerenciar mais seus resultados com a intenção de melhorar a sua imagem ou manter privilégios dos seus administradores.

A principal contribuição do trabalho é apresentar evidência científica e estatística sobre uma relação pouco investigada na literatura de finanças – sustentabilidade versus gerenciamento de resultados. No Brasil, não foi encontrado nenhum estudo sobre esta relação e mesmo no exterior os estudos são escassos, o que mostra a necessidade de explorar mais a temática. Além disso, houve utilização de novas variáveis nos modelos econométricos que acrescentam uma contribuição metodológica à discussão desta temática, como por exemplo, a variável Resultados Negativos, pouco utilizada no Brasil. Também pela importância que tem o estudo do gerenciamento de resultados no Brasil e outros países da região onde este tipo de prática é muito comum e prejudicial, o ideal é estudar a respeito para formular soluções. Como principais limitantes do trabalho destaca-se a desproporcionalidade do número de empresas sustentáveis com as não sustentáveis. Para trabalhos futuros recomenda-se mensurar o gerenciamento de resultados, a sustentabilidade e/ou a governança corporativa com outras *proxies*.

Referências

- AHMADPOUR, A.; SHAHSAVARI, M. Earnings management and the effect of earnings quality in relation to bankruptcy level. **Iranian Journal of Management Studies**, v. 9, n. 1, p. 77–99, 2016.
- AMEER, R.; OTHMAN, R. Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the top global corporations. **Journal of Business Ethics**, v. 108, n. 1, p. 61–79, 2012.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. DE. A Relação Entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados Em Empresas Brasileiras. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 19, n. 1976, p. 27–39, 2013.
- BEEKES, W. et al. Corporate Governance , Companies ' Disclosure Practices and Market Transparency : A Cross Country Study. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 43, n. 3, p. 263–297, 2016.
- BHASA, M. P. Global corporate governance: debates and challenges. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 4, n. 2, p. 5–17, 2004.
- BM&F BOVESPA. **Índice de sustentabilidade empresarial (ISE) índice de sustentabilidade empresarial (ISE)**. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm>.
- BONA-SÁNCHEZ, C.; PÉREZ-ALEMÁN, J.; SANTANA-MARTIN, D. J. Sustainability

disclosure , dominant owners and earnings informativeness. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 625–639, 2017.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207–252, 2004.

CHANG, D.; KUO, L. R. The effects of sustainable development on firms' financial performance - an empirical approach. **Sustainable Development**, p. 365–380, 2008.

CHIH, H.; SHEN, C.; KANG, F. Corporate Social Responsibility , Investor Protection , and Earnings Management : Some International Evidence. **Journal of Business Ethics**, v. 79, n. 179–198, p. 179–198, 2008.

CONSONI, S.; COLAUTO, R. D.; LIMA, G. A. S. F. DE. A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis : evidências no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 28, n. 74, p. 249–263, 2017.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 22, n. 55, p. 45–63, 2011.

CUADRADO-BALLESTEROS, B.; MARTÍNEZ-FERRERO, J.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. Mitigating information asymmetry through sustainability assurance: The role of accountants and levels of assurance. **International Business Review**, v. 26, n. 6, p. 1141–1156, 2017.

CUNHA, P. R. DA; PICCOLI, M. R. Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179–196, 2017.

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

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. **Management Science**, v. 60, n. November, p. 2835–2857, 2014.

GOYAL, P.; RAHMAN, Z.; KAZMI, A. A. Corporate sustainability performance and firm performance research literature review and future research agenda. **Management Decision**, v. 51, n. 2, p. 361–379, 2013.

GOYAL, P.; RAHMAN, Z.; KAZMI, A. A. Identification and prioritization of corporate sustainability practices using analytical hierarchy process. **Journal of Modelling in Management**, v. 10, n. 1, p. 23–49, 2015.

GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M.; CARVALHO, L. Sustentabilidade empresarial e governança corporativa : uma análise da relação do ISE da BM&FBovespa com a compensação dos gestores de empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, n. 2, p. 134–149, 2017.

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

IBRAHIM, M. S. et al. Analysis of earnings management practices and sustainability reporting for corporations that offer Islamic products & services. **Procedia Economics and Finance**, v. 28, n. April, p. 176–182, 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm : managerial behavior , agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

- KANTABUTRA, S. Predicting corporate sustainability: A Thai approach. **Journal of Applied Business Research**, v. 27, n. 6, p. 123–133, 2011.
- KATMON, N.; FAROOQUE, O. AL. Exploring the impact of internal corporate governance on the relation between disclosure quality and earnings management in the uk listed companies. **Journal of Business Ethics**, p. 345–367, 2015.
- KIM, Y.; PARK, M. S.; WIER, B. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 761–796, 2012.
- KRECHOVSKÁ, M.; PROCHÁZKOVÁ, P. T. Sustainability and its integration into corporate governance focusing on corporate performance management and reporting. **Procedia Engineering**, v. 69, p. 1144–1151, 2014.
- LAMEIRA, V. DE J. et al. Sustentabilidade , valor , desempenho e risco no mercado de capitais brasileiro sustainability , value , performance and risk in the brazilian capital markets. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 15, n. 46, p. 76–90, 2013.
- LEHMANN, N. The role of corporate governance in shaping accruals manipulation prior to acquisitions The role of corporate governance in shaping accruals manipulation prior to acquisitions. **Accounting and Business Research**, v. 4788, n. March, 2016.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection : an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 00, p. 0–33, 2003.
- LIMA, B. F.; SANVICENTE, A. Z. Quality of corporate governance and cost of equity in brazil. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 25, n. 1, p. 71–81, 2013.
- LIN, Z.; LIU, M.; NORONHA, C. The impact of corporate governance on informative earnings management in the chinese market. **A Journal of Accounting, Finance and Business Studies**, p. 1–42, 2016.
- MARTINEZ, A. L. Detectando earnings management no brasil : estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 19, n. 49, p. 7–17, 2008.
- MARTINEZ, A. L.; MORAES, A. DE J. Relationship between auditors' fees and earnings management. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 57, n. 2, p. 148–157, 2017.
- MARTINS, M. N. DA S. P.; CAMPOS, A. L. S.; MARTINS, F. S. Influência dos investimentos sociais para inclusão de empresas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE). **RGSA - Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 10, p. 58–71, 2016.
- NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças-USP Contabilidade**, v. 20, n. 50, p. 77–100, 2009.
- NUNES, J. G. et al. A adesão das empresas ao índice BM&FBovespa de sustentabilidade empresarial. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 328–340, 2010.
- PEIXOTO, F. M. et al. Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 15, n. 1, p. 39–66, 2016.
- PRIOR, D.; SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A. Earnings Management and Corporate Social Responsibility. **Business Economics Series**, v. 06, p. 06-23, 2007.
- RAHMAWATI; DIANITA, P. Analysis of the effect of corporate social responsibility on financial performance with earnings management as a moderating variable. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, v. 7, n. 10, p. 1034–1045, 2011.

- RATHKE, A. A. T. et al. International financial reporting standards and earnings management in latin america. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 20, n. 3, p. 368–388, 2016.
- REIS, E. M. DOS; LAMOUNIER, W. M.; BESSAN, V. G. F. Evitar divulgar perdas : um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 26, n. 69, p. 247–260, 2015.
- REZAEI, Z.; TUO, L. Voluntary disclosure of non-financial information and its association with sustainability performance. **Advances in Accounting**, v. 39, n. May 2016, p. 47–59, 2017.
- SABBAGHI, O. Corporate governance : the international journal of business in society article information : corporate governance in china : a review. **The International Journal of Business in Society**, v. 16, n. 5, p. 0–31, 2016.
- SANTOS, C. M. DOS; SILVA, J. C. C.; SILVA, R. A. C. Governança corporativa : percepção das empresas quanto às práticas de governança corporativa e a entrada no novo mercado da bovespa. **Nucleus**, v. 5, n. 1, p. 143–158, 2008.
- SILVA, N. D. **Fatores determinantes do gerenciamento de resultados em estatais brasileiras**. [s.l.] Universidade Federal de Uberlândia, 2017.
- SPRENGER, K. B.; KRONBAUER, C. A.; COSTA, C. M. Características do ceo e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na bm&fbovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 3, p. 120–142, 2017.
- TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 22, n. 55, p. 29–44, 2011.
- TETI, E. et al. Corporate governance and cost of equity : empirical evidence from latin american companies. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 16, n. 5, p. 0–40, 2016.
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDS**, v. 11, n. 22, p. 103–122, 2004.
- WEBER, O. Corporate sustainability and financial performance of Chinese banks. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 8, n. 3, p. 358–385, 2017.
- YIP, E.; STADE, C. VAN; CAHAN, S. Corporate social responsibility reporting and earnings management: the role of political costs. **Australasian Accounting Business & Finance Journal**, v. 5, n. 3, p. 17–34, 2011.