UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

ELIZEU MARIA JÚNIOR

QUALIDADE NOS LUCROS: EFEITO COMBINADO DA PERSISTÊNCIA NOS LUCROS COM O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

VITÓRIA
2018

ELIZEU MARIA JUNIOR

QUALIDADE NOS LUCROS: EFEITO COMBINADO DA PERSISTÊNCIA NOS LUCROS COM O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Tese apresentada ao programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientadora: Profª. Dra. Teresa Cristina Janes Carneiro

VITÓRIA
2018

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
(Biblioteca Central da Universidade Federal do Espírito Santo, ES, Brasil)

Maria Júnior, Elizeu, 1981-
M332q Qualidade nos lucros : efeito combinado da persistência nos lucros com o gerenciamento de resultados / Elizeu Maria Júnior. – 2018.
133 f. : il.

Orientador: Teresa Cristina Janes Carneiro.
Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas.

1. Lucros - Qualidade. 2. Finanças. 3. Gerenciamento de resultados. I. Carneiro, Teresa Cristina Janes. II. Universidade Federal do Espírito Santo. Centro Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 65

Elaborado por Perla Rodrigues Lôbo – CRB-6 ES-527/O

ELIZEU MARIA JUNIOR

QUALIDADE NOS LUCROS: EFEITO COMBINADO DA PERSISTÊNCIA NOS LUCROS COM O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração.

Aprovada em 16 de julho de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profª. Drª. Teresa Cristina Janes Carneiro
Universidade Federal do Espírito Santo
Orientadora

Prof. Dr. Helio Zanquetto Filho
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dr. Patrícia Maria Bortolon
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dr. Luiz Cláudio Louzada
Universidade Federal do Espírito Santo

Profª. Drª. Josete Florencio dos Santos
Universidade Federal de Pernambuco – membro remoto

A Deus e ao meu pai (*in memorian*) por tudo.

14/06/1947 a 28/11/2016

AGRADECIMENTOS

Agradeço imensamente à minha esposa Michele e minha filha Milena por compartilharem comigo todos os desafios desta etapa da minha vida. Aos meus familiares, pela compreensão e apoio (Creuza, Eliza, Isabella e Rodrigo).

Agradeço imensamente à minha professora e orientadora Drª. Teresa Cristina Janes Carneiro pela dedicação, paciência e compreensão dispensadas no processo de orientação.

Agradeço ao professor e coorientador Dr. Luiz Cláudio Louzada por todo tempo gasto me auxiliando nesta pesquisa. À professora Drª. Patrícia Maria Bortolon, minha referência de dedicação profissional, agradeço pelos conselhos e por toda ajuda dispensada.

Agradeço aos professores Hélio Zanquetto Filho (PPGAdm/UFES), José Elias Feres de Almeida (PPGCon/UFES), Edson Zambon Monte (PPGEco/UFES) e Renê Coppe Pimentel (FEA/USP) por suas contribuições a esta pesquisa. À professora Drª. Josete Florêncio dos Santos, por tão gentilmente participar de minha banca de qualificação e defesa trazendo contribuições relevantes para o desenvolvimento deste estudo.

Aos técnicos administrativos do Programa de Pós-Graduação em Administração, na pessoa da secretária Adriana Barbosa Gonçalves, que desde o meu ingresso nunca mediram esforços para me ajudar. Àqueles que foram meus professores no programa de Doutorado, deixo o meu muito obrigado.

Agradeço aos meus colegas de doutorado por toda ajuda e paciência nesta jornada.

Agradeço à minha Igreja na pessoa do meu Pastor, Josué Vieira Amorim, pelos conselhos e orações que têm me sustentado.

E sabemos que todas as coisas contribuem juntamente para o bem daqueles que amam a Deus, daqueles que são chamados segundo o seu propósito.

Bíblia Sagrada, Romanos 8:28

RESUMO

Os relatórios financeiros constituem-se como relevante fonte de informação para os investidores e demais agentes do mercado de capitais. Esta tese dedica-se à análise da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados enquanto atributos da qualidade das informações financeiras. O objetivo desta pesquisa é investigar a Qualidade nos Lucros a partir da Persistência nos lucros e do Gerenciamento de Resultados e seus efeitos combinados. A principal proposição deste estudo é a de que a análise combinada da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados permitirá discriminar as empresas quanto à Qualidade nos Lucros com maior eficiência do que a análise isolada desses atributos. Foram analisadas 205 empresas listadas na bolsa de valores B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), com informações financeiras trimestrais divulgadas no período compreendido entre os anos de 2010 e 2016. Os dados necessários para determinação das variáveis e modelos propostos neste estudo foram coletados nos bancos de dados Thomson Reuters Eikon®, Economática® e Comdinheiro®. A abordagem metodológica desta pesquisa caracteriza-se como quantitativa, desenvolvida por meio de modelos estatísticos e econométricos. Os modelos propostos foram estruturados na forma de dados em painel e analisados por meio de regressões lineares simples e multivariadas e regressões logísticas binárias. Os resultados da pesquisa evidenciam que a análise combinada da Persistência nos lucros e do Gerenciamento de Resultados apresenta maior eficiência na discriminação das empresas em função da Qualidade nos Lucros percebida pelo mercado. Adicionalmente, verificou-se que a percepção do mercado acerca do Gerenciamento de Resultados é significativamente inferior à percepção do mercado acerca da Persistência nos Lucros enquanto atributos da Qualidade nos Lucros. Estes resultados sustentaram a tese proposta neste estudo.

Palavras-chave: Qualidade nos Lucros. Persistência nos Lucros. Gerenciamento de Resultados.

ABSTRACT

The financial reports constitute a relevant source of information for investors and other agents of the capital market. This thesis is dedicated the analysis of the Persistence in profits and of Earnings management while attributes of the quality of financial information. The objective of this research is to investigate the Earnings Quality from Persistence in profits and of Earnings management and their combined effects. The main proposition of this thesis is that the combined analysis of Persistence in profits and of Earnings management will allow to discriminate companies with and without Earnings Quality with greater efficiency of the isolated analysis of these attributes. We analyzed 205 companies listed in B3 SA, with quarterly financial information disclosed between the years 2010 and 2016. The data needed to determine the variables and models proposed in this study were collected in the databases Thomson Reuters Eikon®, Economática® and Comdinheiro®. The methodological approach of this research is characterized as quantitative developed by means of statistical and econometric models. The proposed models were structured as panel data and analyzed using simple and multivariate linear regressions and binary logistic regressions. The results of the research show that the combined analysis of Persistence in profits and of Earnings management show greater efficiency in the discrimination of companies in function of the Earnings Quality perceived by the market. Additionally it was verified from the results that the perception of the market about the Earnings management is significantly lower than the perception of the Persistence in profits as attributes of the Earnings Quality. These results supported the thesis proposed in this study.

Keywords: *Earnings Quality. Persistence in Profits. Earnings Management.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Representação da assimetria informacional 15

Figura 2 - Relação entre a Qualidade da informação e a assimetria informacional ..17

Figura 3 - Atributos da Qualidade nos Lucros 21

Figura 4 - Mecanismos de Governança Corporativa 41

Figura 5 - Relação entre os atributos da Qualidade nos Lucros.....44

Figura 6 - Composição teórica da pesquisa 46

Figura 7 - Modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários 63

Figura 8 - Classificação da Qualidade nos Lucros pelos atributos 69

Figura 9 - Atributos combinados para empresas com Qualidade nos Lucros 70

Figura 10 - Atributos combinados para empresas sem Qualidade nos Lucros 71

Figura 11 - Qualidade nos Lucros - Variáveis dependentes.....71

Figura 12 - Análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros.....76

Figura 13 - Curva ROC para os modelos 1 e 2 92

Figura 14 - Curva ROC para o modelo 3.....96

Figura 15 - Curva ROC para o modelo 4 e 5.....98

Figura 16 - Curva ROC para o modelo 6.....101

Figura 17 - Resultado da análise dos atributos da Qualidade nos Lucros 107

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Dados e informações financeiras das empresas analisadas.....49

Quadro 2 - Abordagens para dados em painel.....56

Quadro 3 - Testes de adequação para dados em painel 57

Quadro 4 - Pressupostos das regressões lineares por MQO.....57

Quadro 5 - Parte da evolução histórica do Gerenciamento de Resultados.....65

Quadro 6 - Critérios de identificação das empresas com Restrição Financeira 73

Quadro 7 - Variáveis independentes dos modelos logísticos.....74

Quadro 8 - Modelos de Qualidade nos Lucros analisados.....79

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição das empresas analisadas por setor econômico.....80

Tabela 2 - Teste para efeitos Aleatórios, Fixos e modelo POLS 81

Tabela 3 - Resultados dos modelos utilizados para obtenção das variáveis Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados 82

Tabela 4 - Quantidade de observações para os modelos de análise combinada dos atributos 83

Tabela 5 - Estatística descritiva dos dados 84

Tabela 6 - Resultado dos testes de diferença entre as médias das variáveis explicativas.....85

Tabela 7 - Teste de associação entre variáveis explicativas qualitativas.....86

Tabela 8 - Teste de correlação entre variáveis explicativas quantitativas.....86

Tabela 9 - Análise de sinais esperados e obtidos 87

Tabela 10 - Resultados dos modelos 1 e 2 90

Tabela 11 - Classificação e eficiência global dos modelos 1 e 2.....91

Tabela 12 - Resultados do modelo 3.....94

Tabela 13 - Classificação e eficiência global do modelo 3 95

Tabela 14 - Resultados dos modelos 4 e 5 97

Tabela 15 - Classificação e eficiência global dos modelos 4 e 5.....99

Tabela 16 - Resultados do modelo 6.....100

Tabela 17 - Classificação e eficiência global do modelo 6 101

Tabela 18 - Resultado dos testes de eficiência dos modelos verificados.....103

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 13
2 REFERENCIAL TEÓRICO 23
2.1 A QUALIDADE NOS LUCROS 23
2.2 ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS 27
2.2.1 Gerenciamento De Resultados 29
2.2.2 Persistência nos Lucros 34
2.3 A QUALIDADE NOS LUCROS POR INDICADORES DE MERCADO 35
2.3.1 Valor De Mercado 36
2.3.2 Endividamento 37
2.3.3 Práticas de Governança Corporativa 39
2.4 COMBINAÇÃO DOS ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS 43
3 METODOLOGIA DA PESQUISA 48
3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO 48
3.2 COLETA E AMOSTRA DE DADOS 48
3.3 ESTRATÉGIAS DE PESQUISA 50
3.4 ASPECTOS ECONOMÉTRICOS 54
3.5 MÉTRICAS DOS ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS 59
3.5.1 Métrica de Persistência Nos Lucros 60
3.5.2 Métrica do Gerenciamento de Resultados 64
3.6 PARAMETRIZAÇÃO DA PERSISTÊNCIA NOS LUCROS E DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS 67
3.7 INDICADORES DE QUALIDADE NOS LUCROS DO MERCADO 72
3.8 MODELOS DE PERSISTÊNCIA NOS LUCROS E DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS 74
3.9 MODELO DE ANÁLISE COMBINADA DOS ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS 75
3.10 INDICADORES PARA ANÁLISE DE DESEMPENHO DOS MODELOS 77
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS 80
4.1 ANALISE DOS MODELOS DE QUALIDADE NOS LUCROS 87
4.2 ANÁLISE COMPARATIVA DOS MODELOS TESTADOS 102
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 105
REFERÊNCIAS 112

1 INTRODUÇÃO

A separação entre propriedade e gestão foi uma consequência do surgimento das grandes corporações após o crescimento da indústria, ocorrido na revolução industrial (BERLE; MEANS, 1932). Na medida em que a indústria crescia, aumentavam os fatores de produção utilizados. O proprietário distanciava-se do controle direto da produção, passando a controlá-la indiretamente, por meio do controle dos gerentes e supervisores (ANDRADE; ROSSETTI, 2014; DA SILVEIRA, 2010).

Esse crescimento ocorreu até o limite dos recursos financeiros do proprietário e da capacidade do negócio de se autofinanciar. Não obtendo mais recursos para a expansão necessária, o proprietário fundador precisou buscá-los no mercado por meio da atração de novos investidores, cedendo a condição de proprietário exclusivo do negócio (ANDRADE; ROSSETTI, 2014; DA SILVEIRA, 2010; BERLE; MEANS, 1932; FAMA; JENSEN, 1983).

Nessa nova etapa do empreendimento, a gestão passa a ser exercida por executivos profissionais, contratados pelo conjunto de novos proprietários para gerenciar os recursos da empresa, exercendo a tomada de decisão de modo a maximizar o valor da firma e o retorno dos investidores. No entanto, em função do distanciamento dos proprietários da gestão e da tomada de decisão dos negócios, os gestores perceberam a possibilidade de utilizarem os recursos do empreendimento de maneira diferente daquela pela qual foram contratados. Essa possibilidade ocorria em função da existência de divergências entre o que de fato poderiam ser as melhores decisões para o negócio e as oportunidades que os gestores tinham de maximizarem sua utilidade econômica pessoal em detrimento das consequências econômico-financeiras para a empresa ou seus acionistas. Esse panorama de crescimento da firma ocorreu no século XIX dando origem ao mercado de capitais e às grandes corporações empresariais (ANDRADE; ROSSETTI, 2014; BERLE; MEANS, 1932; FAMA; JENSEN, 1983).

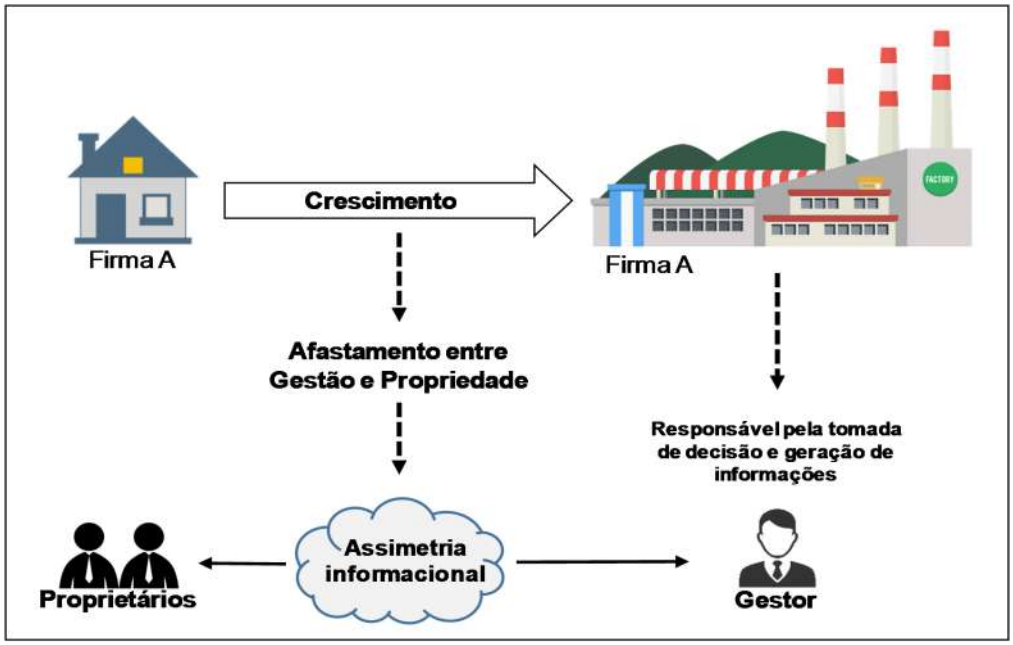
A ascensão à forma corporativa da indústria foi a principal responsável pela separação entre propriedade e gestão empresarial. Essa separação possibilitou a ocorrência de erros, fraudes e expropriação de recursos por parte dos administradores devido à natureza oportunista do indivíduo (JENSEN; MECKLING, 1994), ao estabelecimento de relações contratuais incompletas (AGHION; BOLTON, 1992) e a assimetria informacional entre o proprietário e os administradores no controle da indústria (BANK; LAWRENZ, 2005). Destaca-se que os conflitos gerados por essa separação são denominados problemas de agência, descritos pela Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976; MILLER; SMITH; SMITH, 2013).

Segundo Jensen e Meckling (1976), os conflitos de interesses descritos pela Teoria de Agência derivam do afastamento do proprietário da condição de gestor, impossibilitando assegurar que a tomada de decisão representasse a melhor opção sob o ponto de vista do proprietário. Observa-se que essa teoria é construída sobre o pressuposto de que os gestores contratados para administrar os recursos da firma, ao discordarem dos objetivos dos proprietários na utilização dos recursos financeiros e demais ativos disponibilizados, ou tão somente pela oportunidade de se beneficiarem dos recursos sob sua administração, preferem maximizar sua utilidade econômica pessoal em detrimento dos interesses daqueles que os contrataram (JENSEN; MECKLING, 1976; MILLER; SMITH; SMITH, 2013; RODRIGUEZ JR; SALTER; SMITH, 2015).

A Teoria de Agência destaca ainda que o distanciamento entre gestão e propriedade gera, entre os agentes, uma lacuna no fluxo de informações denominada assimetria informacional. A assimetria informacional surge como problema de agência dado que, ao afastar-se da gestão, o proprietário não está mais inserido no ambiente de geração da informação. Neste contexto, caso os gestores responsáveis pela geração e divulgação das informações da empresa possuam interesses divergentes dos proprietários, essas poderão ser geradas e divulgadas com vieses prejudicais aos proprietários e demais agentes de mercado. O princípio básico da assimetria informacional consiste na possibilidade de algumas das partes do negócio possuírem vantagem informacional sobre as demais (LOPES; MARTINS, 2012;

IUDÍCIBUS; LOPES, 2012; ANDRADE; ROSSETTI, 2014). A Figura 1 sintetiza o surgimento da assimetria informacional a partir do distanciamento do proprietário da gestão empresarial ocasionado pela ascensão da forma corporativa da firma.

Figura 1 - Representação da assimetria informacional



Fonte: Elaborada pelo autor.

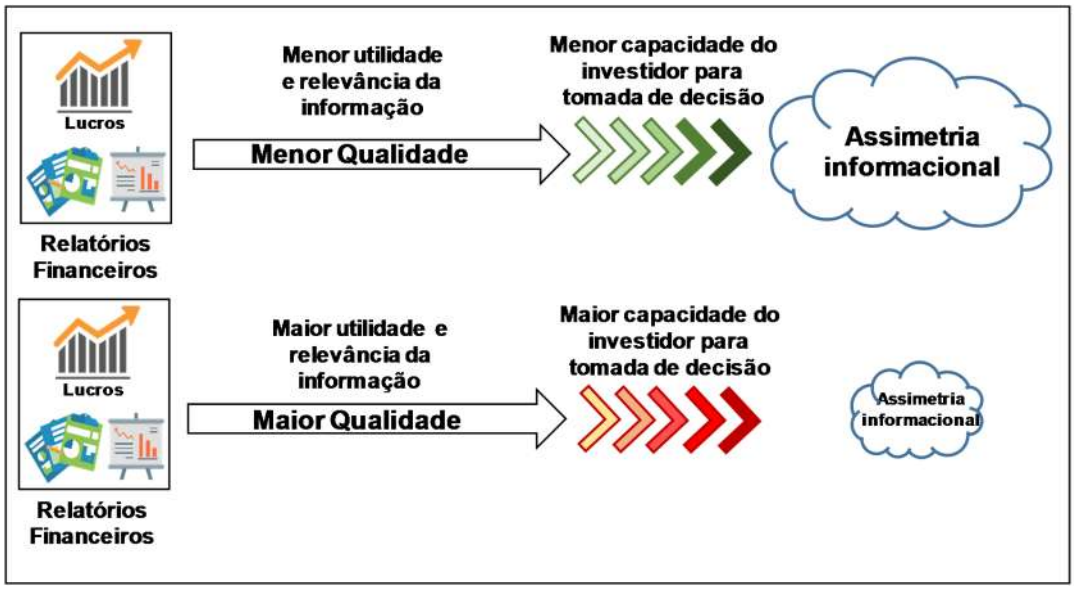
Segundo Iudícibus e Lopes (2012) os problemas gerados pela assimetria informacional podem levar uma empresa ao colapso total de suas atividades operacionais e financeiras. Neste contexto, os relatórios financeiros elaborados para transmitirem informações sobre o negócio surgem como instrumentos capazes de mitigar a assimetria informacional (SCOTT, 2012; LOPES; MARTINS, 2012; IUDÍCIBUS; LOPES, 2012; ANDRADE; ROSSETTI, 2014). Entretanto, Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) analisam a capacidade dos relatórios financeiros de transmitirem informações relevantes para a tomada de decisão. Eles revelam que as informações divulgadas, que fundamentam e justificam o comportamento dos lucros de uma empresa, não são estáticas, implicando em possibilidade de ganho ou perda de consistência, o que pode influenciar de forma significativa a capacidade dos usuários das informações de tomarem suas decisões.

A capacidade das informações financeiras de explicarem o comportamento dos valores de mercado denomina-se conteúdo informacional dos lucros. O aumento do conteúdo informacional dos lucros está diretamente relacionado à relevância e à capacidade de transmissão de informação dos relatórios financeiros (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968). Francis et al. (2004) e Collins, Li e Xie (2009) relacionam o crescimento do conteúdo informacional dos lucros à expansão de informações apresentadas pelas empresas ao mercado, bem como ao aumento da importância do lucro contábil como informação para análise da empresa pelo mercado investidor.

A construção dos relatórios financeiros fundamenta-se em características qualitativas da informação, tais como a utilidade e a relevância para a tomada de decisão. Segundo Ball e Brown (1968), Beaver (1968), Francis et al. (2004), Collins, Li e Xie (2009) e Scoot (2012), o conteúdo informacional das informações financeiras está diretamente associado à utilidade e relevância destas informações para os investidores, dada a necessidade de tomada de decisão a partir da análise de relatórios financeiros com qualidade.

Conforme Biddle, Hilary e Verdi (2009), a qualidade das informações financeiras pode ser considerada uma característica relevante da informação para redução da assimetria informacional entre proprietários e administradores. A análise de relatórios financeiros de maior qualidade pelos investidores possibilita a tomada de decisão com medida proporcional de racionalidade, considerando a obtenção de informações financeiras de maior relevância e utilidade. A Figura 2 sintetiza a relação teórica apresentada entre a qualidade dos relatórios financeiros e a assimetria informacional:

Figura 2 - Relação entre a Qualidade da informação e a assimetria informacional



Fonte: Elaborada pelo autor.

A partir da análise dos relatórios e demonstrações financeiras de uma empresa é possível obter informações sobre a eficiência de suas operações, sua capacidade de pagamento e, em particular, seu desempenho financeiro. Tal desempenho pode ser mensurado de diferentes formas, todavia sua principal medida é o lucro. No mercado de capitais, o investidor procura por oportunidades de investimentos que lhe tragam retornos satisfatórios no curto e no longo prazo com a menor incidência possível de risco ao seu capital. Observando a aversão ao risco associada à expectativa de retornos perpétuos em longo prazo, é possível compreender a importância para o mercado da divulgação de relatórios financeiros de maior qualidade pelas empresas. Ao observar uma empresa que tenha passado por um longo período de lucratividade é possível considerar que, tão relevante quanto a lucratividade observada, pode ser a forma e a sustentabilidade desses resultados, bem como a ausência de manipulações contábeis (SCOTT, 2012; LOPES; MARTINS, 2012; JENSEN; MECKLING, 1976).

Nesse contexto, verifica-se que os investidores buscam informações para auxiliá-los na fundamentação da sua tomada de decisão, na expectativa de efetuarem as

melhores decisões de investimento. Segundo Breda e Hendriksen (1999), a relevância das informações financeiras baseia-se no suporte informacional fornecido aos agentes de mercado para tomada de decisão, permitindo a avaliação de possíveis condições de riscos e incertezas com maior precisão.

Segundo Scott (2012), Lopes e Martins (2012), Iudícibus e Lopes (2012) e Beaver e Mcnichols (1998), o lucro é a informação de maior relevância nos relatórios financeiros para os agentes inseridos no mercado de capitais. Conforme Feltham e Ohlson (1995), o lucro contábil é uma informação financeira dinâmica capaz de refletir o comportamento do negócio e os fatos relacionados à sua gestão. O lucro contábil incorpora os resultados das decisões dos gestores da firma sob os aspectos financeiros e operacionais. Tratando-se o lucro contábil de informação essencial aos agentes de mercado, a geração de relatórios financeiros úteis e relevantes para a tomada de decisão equipara-se à geração de informações acerca do lucro contábil com maior qualidade. Segundo Lopes e Martins (2012) e Dechow, Ge e Schrand (2010), o lucro contábil, enquanto informação financeira, permite ao investidor analisar suas expectativas de longo prazo sobre o desempenho da firma a partir da qualidade desta informação.

A expressão "Qualidade nos Lucros” está relacionada ao conceito de que os aspectos e atributos da informação financeira que determinam sua qualidade são elementos intrínsecos ao lucro contábil. A Qualidade nos Lucros representa a capacidade do lucro contábil e das informações que o fundamentam de serem úteis e relevantes para influenciarem a tomada de decisão dos investidores (JIANG; LEE; ANANDARAJAN, 2008; PERSAKIS; IATRIDIS, 2015; DECHOW; SCHRAND, 2004). Para Dechow e Schrand (2004) e Dechow, Ge e Schrand (2010), a Qualidade nos Lucros está associada às informações financeiras não gerenciadas, capazes de fundamentar a previsão de lucros futuros. Mesmo não podendo ser mensurada diretamente, pode ser verificada por meio de seus atributos.

Dechow e Schrand (2004), Kothari (2001) e Dechow, Ge e Schrand, (2010) destacam cinco principais atributos da Qualidade nos Lucros: i) persistência nos

lucros; ii) relevância do valor (*Value relevance)*; iii) gerenciamento de resultados; iv) conservadorismo; e v) republicação. Entretanto, a utilização desses atributos decorre teoricamente das relações propostas entre as variáveis e da disponibilidade dos dados.

Este estudo busca investigar a Qualidade nos Lucros por meio da análise combinada da Persistência nos lucros e do Gerenciamento de Resultados, dada a significância destes atributos atestada por Kolozsvari e Macedo (2016). Segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), a Persistência nos Lucros refere-se à sustentabilidade do comportamento dos lucros ao longo do tempo, bem como a capacidade das informações relacionadas a lucros passados de fundamentarem a previsão de lucros futuros. Schipper e Vincent (2003) observam que a utilização da Persistência nos Lucros como atributo da Qualidade nos Lucros deve-se à sua utilidade decisória do ponto de vista da avaliação patrimonial. As medidas de persistência são amplamente utilizadas na pesquisa contábil como *proxies* para a Qualidade nos Lucros (FRANCIS et al. 2004, PENMAN; ZHANG; 2002).

Os estudos de Martinez (2013) e Man, Locke e Hewa Wellalage (2018) definem o Gerenciamento de Resultados como a manipulação intencional de resultados contábeis com a finalidade de criar uma impressão alterada de desempenho dos negócios. Martinez (2013) revela que um dos objetivos do Gerenciamento de Resultados é a redução da percepção de variabilidade dos lucros tornando-os aparentemente mais persistentes.

O principal objetivo da informação contábil nos mercados financeiros é servir de base para a alocação de capital. Logo, se os atributos que compõem a qualidade das informações financeiras forem deficientes ou utilizados de maneira equivocada poderão ocasionar: i) a alocação ineficiente de recursos ou decisões equivocadas de investimentos; ii) a redução do capital disponibilizado pelos investidores ao mercado, ocasionando o aumento no custo para obtenção deste capital; e iii) a redução da capacidade de previsão dos lucros futuros com base nas informações financeiras passadas, refletindo ao mercado lucros sem qualidade (BHATTACHARYA; DESAI;

VENKATARAMAN, 2013). A Qualidade nos Lucros interessa primordialmente aos investidores, visto que está diretamente relacionada à eficiência da alocação de recursos.

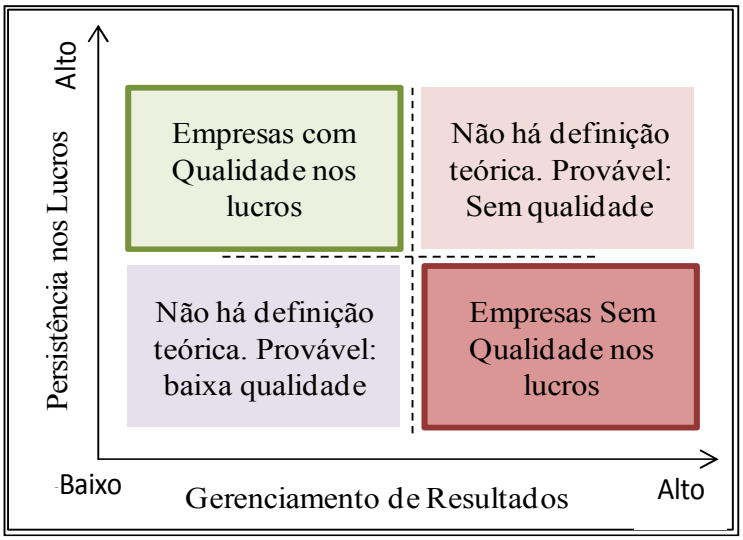
Entretanto, conforme Licerán-Gutiérrez e Cano-Rodríguez (2017), a falta de fundamentação conceitual da Qualidade nos Lucros para utilização de seus atributos pode gerar pesquisas com resultados sem relevância. Os autores apresentam a Qualidade nos Lucros como constructo multidimensional e destacam que pesquisas que utilizam indiscriminadamente os atributos da Qualidade nos Lucros sem uma proposta teórica que fundamente as relações estudadas podem gerar resultados cuja análise teórica torna-se impraticável, estabelecendo relações que não possuem utilidade inferencial.

Verifica-se nas pesquisas de Dechow e Schrand (2004), Dechow, Ge e Schrand (2010) e Mazzioni, Diel e De Oliveira (2016) que a Persistência nos lucros possui relação direta com a Qualidade nos Lucros, enquanto o Gerenciamento de Resultados possui relação inversa. Baseando-se nessas relações, observa-se que o efeito do aumento do Gerenciamento de Resultados nos lucros pode ser a perda de sua qualidade em função da redução da relevância de possíveis variações positivas da Persistência nos Lucros. Na pesquisa de Kolozsvari e Macedo (2016) e Martinez (2013) verifica-se que as práticas de Gerenciamento de Resultados podem impactar a percepção do mercado acerca da Persistência nos Lucros. A partir desta contextualização teórica é possível inferir que os relatórios financeiros dotados de maior Persistência nos Lucros possuem Qualidade nos Lucros, à medida que o Gerenciamento de Resultados não é um fator significativo para determinação dessa qualidade.

Observa-se ainda que se determinada firma divulgar relatórios financeiros sem Gerenciamento de Resultados, mas com lucros inconsistentes para previsão do comportamento de lucros futuros, a utilidade e relevância dessas informações poderão estar comprometidas, revelando a falta de Qualidade nos Lucros desta

firma. A Figura 3 sintetiza a relação conceitual apresentada acerca dos atributos da Qualidade nos Lucros:

Figura 3 - Atributos da Qualidade nos Lucros



Fonte: Elaborada pelo autor.

A perspectiva teórica da Qualidade nos Lucros oferecida nesta tese inova ao propor a discussão conceitual e prática sobre a eficiência da análise combinada da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados. Nesta trajetória busca-se constatar que a Qualidade nos Lucros das empresas é compreendida pelo mercado como a sustentabilidade e previsibilidade do comportamento dos lucros não manipulados gerencialmente.

Assim, o objetivo geral desta pesquisa é investigar a Qualidade nos Lucros a partir da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados e seus efeitos combinados. O desdobramento deste objetivo geral permitirá verificar especificamente: i) a eficiência da Persistência nos Lucros enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; ii) a eficiência do Gerenciamento de Resultados enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; e iii) se a análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados é mais eficiente para análise da Qualidade nos Lucros do que esses atributos tomados isoladamente.

A contextualização teórica e o objetivo geral apresentados fundamentam a seguinte tese: **A análise combinada da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados permite verificar a Qualidade nos Lucros das empresas com maior eficiência do que a análise isolada desses atributos.** A análise proposta será operacionalizada por meio da comparação dos atributos da Qualidade nos Lucros com indicadores de mercado que evidenciam essa qualidade. Destaca-se que a ausência de pesquisas com essa proposta de análise caracteriza a originalidade deste estudo.

Destaca-se que a sustentação da tese desta pesquisa poderá trazer contribuições para as diferentes perspectivas das seguintes partes interessadas:

- A presente tese inova em estudos acadêmicos ao propor a análise do efeito combinado de diferentes atributos da Qualidade nos Lucros em função da percepção do mercado, fenômeno ainda não discutido teoricamente que apresenta poucas evidências na literatura. Assim sendo, os preceitos teóricos discutidos e analisados nesta pesquisa podem contribuir para inovação em estudos futuros sobre a utilização dos atributos da Qualidade nos Lucros.

- Espera-se igualmente que as evidências contribuam para o mercado em geral, principalmente os investidores e analistas financeiros, oferecendo-lhes uma técnica diferenciada de verificação, análise e discriminação da Qualidade nos Lucros das empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A QUALIDADE NOS LUCROS

Embora não haja uma definição conceitual acordada entre os pesquisadores (GIVOLY; HAYN; KATZ, 2010), a Qualidade nos Lucros é geralmente definida como sendo a capacidade de os resultados divulgados gerar tendências que possibilitem predizer lucros futuros de uma empresa. Compreende-se que o lucro divulgado é de qualidade quando existe correspondência significativa entre o lucro e os fluxos de caixa operacionais, ratificado pela persistência dessa relação no longo prazo (WILSON, 2015). Todavia, segundo Lopes e Martins (2012), a qualidade da informação financeira baseia-se fundamentalmente na utilidade e relevância de seu conteúdo para o usuário da informação. Observa-se, portanto, que a Qualidade nos Lucros está associada ao conteúdo informacional dos lucros.

O conteúdo informacional dos lucros pode ser compreendido como o conjunto de informações que justificam e validam o desempenho contábil de uma empresa em um determinado período (GIVOLY; HAYN; KATZ, 2010). Mais do que um valor monetário divulgado, os relatórios devem mostrar ao usuário da informação a origem e a maneira como tal resultado foi construído ao longo do exercício financeiro. Dessa forma, espera-se que os relatórios financeiros contenham informações que confirmem e justifiquem o desempenho financeiro divulgado pelas empresas de maneira tal que a tomada de decisão por parte dos investidores seja a mais consciente possível (TRUONG, 2012; KOS; ESPEJO; RAIFUR, 2014; MACEDO et al., 2013).

Segundo Beaver (1968), a relevância do conjunto de informações que fundamentam o lucro divulgado, equivalente ao conteúdo informacional do lucro, está associada à sua capacidade de impactar a avaliação dos investidores quanto ao valor de mercado da firma e dos retornos esperados. Conforme Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC – em sua diretriz de nº 00, intitulada Estrutura Conceitual para

Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011), a informação financeira relevante "[...] é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários". Verifica-se, portanto, que o conteúdo informacional dos lucros não é um elemento estático inerente às informações financeiras, podendo demonstrar variações relevantes para seus usuários.

A padronização internacional das práticas contábeis é uma evidência de que o mercado busca informação financeira com conteúdo consistente para dar suporte à tomada de decisão. O objetivo é tornar a informação contábil comparável, independentemente do país onde está situada a empresa. Conforme Deloitte (2016), em junho de 2016 mais de 130 países já haviam adotado os padrões internacionais de contabilidade. No Brasil, a obrigatoriedade da adoção das práticas internacionais de contabilidade teve início em 2010 para as empresas listadas na antiga BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros), a partir de 2017 denominada B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). A partir da adoção desses padrões internacionais diversos estudos (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008; MACEDO et al., 2013; CONSONI; COLAUTO, 2016) foram realizados mostrando o ganho obtido no conteúdo informacional dos lucros devido a tal medida.

Com a adoção dos padrões internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras, os relatórios financeiros passaram a divulgar um conjunto diferenciado de informações em comparação com os períodos anteriores à adoção, o que possivelmente contribuiu para a redução da assimetria informacional. Tal adoção também causou efeitos combinados sobre o sistema de informação financeira, incluindo a interpretação, aplicação prática e retificações necessárias das normas, além da elaboração de diretrizes aplicáveis ao contexto das empresas. Estudos (REZENDE; ALMEIDA; LEMES, 2015; BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008) revelam que, em países que adotaram os padrões internacionais de contabilidade, os relatórios financeiros demonstraram menores níveis de manipulação dos resultados contábeis, além de divulgarem, a partir de então, um conjunto de informações de maior relevância e utilidade aos usuários.

Dentre as normas internacionais adotadas no Brasil, é relevante destacar o CPC 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, que traz um conjunto de conceitos sobre características capazes de modificar a qualidade das informações financeiras. Segundo essa norma:

> [...] as características qualitativas da informação contábil-financeira útil, [...] identificam os tipos de informação que muito provavelmente são reputadas como as mais úteis para investidores, credores por empréstimos e outros credores, existentes e em potencial, para tomada de decisões acerca da entidade que reporta com base na informação contida nos seus relatórios contábil-financeiros (informação contábil-financeira).

A compreensão de que o conteúdo informacional do lucro representa um conjunto de informações que visam justificar e fundamentar o desempenho financeiro de uma empresa permite também compreender que o impacto deste conteúdo informacional sobre o destinatário das informações depende do quão significativo é o alinhamento entre as informações e o desempenho divulgado. Os padrões de relatórios financeiros delineiam uma série de características que, se presentes nos relatórios financeiros, são capazes de influenciar sua relevância na tomada de decisão. Desta contextualização é possível inferir que o conteúdo informacional dos lucros é suscetível de ganho ou perda de qualidade dependendo de como as informações financeiras são geradas e do alinhamento destas com o desempenho que se propõem a justificar.

Conforme Beaver (1968) e Landsman, Maydew e Thornock (2012), as variações do conteúdo informacional dos lucros que denotam a Qualidade nos Lucros podem impactar os preços das ações e, por consequência, o valor de mercado das empresas, além do volume de negociação das ações nos mercados de capitais. Esses autores mostram ainda que há associação entre a Qualidade nos Lucros e a capacidade dos investidores de efetuarem suas projeções acerca do futuro, e que o aumento do conteúdo informacional dos lucros é significativamente associado às melhores práticas contábeis adotadas pelas empresas na geração das informações financeiras.

Beaver, McNichols e Wang (2016) analisam o impacto nos retornos esperados pelo mercado causado pela divulgação da informação dos lucros e identificam as mudanças nas políticas contábeis da firma, o nível de regulação dos padrões contábeis dos países e as alterações nos modelos de negócios das empresas como fatores capazes de aumentar ou reduzir o conteúdo informacional dos lucros. Os autores contrapõem a relevância do conteúdo informacional dos lucros ao destacar que por serem divulgados trimestralmente é possível que não haja diferenças significativas nas informações capazes de alterar a avaliação do investidor sobre os retornos esperados. Observa-se, no entanto, que as informações divulgadas nos relatórios financeiros das empresas podem ser utilizadas como dados confirmatórios de outras fontes de informação que os investidores possuem, a partir das quais fazem projeções de lucro e retorno, antes mesmo dos relatórios financeiros serem oficialmente divulgados (BEAVER; MCNICHOLS; WANG, 2016).

Para Dechow, Ge e Schrand (2010), a Qualidade nos Lucros está indissociavelmente atrelada à relevância da informação. Só é possível considerar a qualidade da informação referente aos lucros quando há influência da informação sobre seu usuário. Mesmo que uma determinada informação tenha caráter apenas confirmatório, será relevante se possuir conteúdo informacional suficiente para ratificar ou não as expectativas do usuário, o que poderá gerar ações para manutenção ou não da situação de um determinado investimento. Desta forma, o termo "Qualidade nos Lucros" ganha sentido na medida em que é possível observar a consistência do conteúdo informacional revelada por um determinado reporte financeiro ao usuário da informação. Lucros com qualidade devem ser capazes de evidenciar informações relevantes do desempenho econômico-financeiro da empresa, visto que vários dos aspectos informacionais dos lucros não são observáveis pelos usuários externos.

Percebe-se, neste contexto, que existe uma série de fatos e características específicas que podem alterar o conteúdo informacional dos lucros. A forma como a informação é constituída interfere na percepção do mercado acerca da qualidade dos relatórios financeiros divulgados. No entanto, o mercado não tem acesso direto

ao ambiente de geração da informação financeira, impossibilitando o acompanhamento do processo de construção do conteúdo informacional dos lucros. Esta contextualização corrobora a relevância das informações financeiras que possibilitam a verificação da Qualidade nos Lucros, bem como os indicadores que expressam essa qualidade conforme a percepção do mercado.

2.2 ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS

Dichev et al. (2013) revelam que, na percepção de 169 diretores financeiros de empresas de capital aberto nos Estados Unidos, a Qualidade nos Lucros está associada a lucros sustentáveis e repetitivos. Essa visão de Qualidade nos Lucros é condizente com a perspectiva de avaliação do mercado em que os investidores consideram uma empresa como uma entidade geradora de caixa de longa duração, cujo valor é medido pelos fluxos de caixa futuros descontados. Alinhado a essa visão, a percepção dos diretores financeiros no estudo de Dichev et al (2013) é a de que os lucros divulgados são considerados de qualidade quando estão historicamente alinhados às informações financeiras que os justificaram, constituindo-se desta forma fundamento para predizer os lucros futuros da empresa.

Entretanto, estudos (DANTAS et al. 2013; MARTINEZ, 2013; DICHEV et al., 2013) revelam que a falta de Qualidade nos Lucros está associada à manipulação de informações financeiras por meio de práticas contábeis e escolhas inerentes ao negócio da empresa, em que há discricionariedade do gestor em realizá-las em função de incentivos oportunistas. Neste contexto, Dichev et al (2013) mostram que uma parcela significativa de empresas gerencia seus resultados buscando aumentar a percepção dos investidores sobre lucros persistentes quando em sua integralidade não são sustentáveis a longo prazo.

O Gerenciamento de Resultados pode ser compreendido como um desvio das práticas contábeis, financeiras ou operacionais esperadas pelo mercado com a intenção de enganar os usuários da informação contábil sobre a real situação

financeira da empresa (RODRIGUES; PAULO; DE MELO, 2018). Os gestores são motivados a gerenciar resultados devido à necessidade de atingir metas de desempenho financeiro (FRANK; REGO, 2006).

O principal objetivo da análise financeira é avaliar o desempenho da empresa para verificar em que medida o desempenho atual e passado podem ser indicativos do desempenho futuro, e sob essa fundamentação predizer lucros futuros, dividendos e o valor de mercado da empresa. Quando as informações financeiras divulgadas possuem conteúdo informacional suficiente para realizar essas predições com certa confiabilidade é possível inferir que os lucros divulgados são persistentes e previsíveis. Entretanto, essa persistência não deve ser suficiente para determinar a Qualidade nos Lucros, visto que existe a possibilidade de que os gestores tenham incentivos para manipular as informações financeiras divulgadas (DECHOW; SCHRAND, 2004).

A literatura aponta fundamentalmente cinco atributos distintos para análise da Qualidade nos Lucros: i) persistência nos lucros; ii) relevância do valor *(Value relevance*); iii) gerenciamento de resultados; iv) conservadorismo; e v) republicação (KOTHARI, 2001; DECHOW; SCHRAND, 2004; DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; PERSAKIS; IATRIDIS, 2015; LAWSON; WANG, 2015; ELIWA; HASLAM; ABRAHAM, 2016). Entretanto, observa-se em pesquisas recentes (FRANKEL; LITOV, 2009; LAWSON; WANG, 2015; DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; BASILICO; GROVE, 2013; LI, ABEYSEKERA; MA, 2014; DUTRA; COSTA, 2014; FRANKEL; LITOV, 2009; LAWSON; WANG, 2015; MAZZIONI; DIEL; DE OLIVEIRA, 2016; LINHARES; COSTA; BEIRUTH, 2018) a predominância da utilização dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados na análise da Qualidade nos Lucros.

Considerando o objetivo desta pesquisa de investigar a Qualidade nos Lucros a partir da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados e seus efeitos combinados, as seções seguintes dedicam-se à apresentação teórica destes atributos.

2.2.1 **Gerenciamento de Resultados**

Enquanto atributo da Qualidade nos Lucros, o Gerenciamento de Resultados é definido como a intervenção no processo de geração de dados financeiros a serem divulgados com o propósito de obter benefícios privados, os quais não seriam alcançados sem a manipulação das informações (SCHIPPER; 1989). O Gerenciamento de Resultados constitui-se de práticas de gestão sobre a estrutura de geração e controle das informações financeiras a fim de modificar os relatórios financeiros, ludibriando as partes interessadas sobre o desempenho econômico subjacente da empresa, ou com a finalidade de influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados (HEALY; WAHLEN, 1999).

Observa-se que a prática de Gerenciamento de Resultados pode ser utilizada para divulgação de informações financeiras sobre o desempenho atual da empresa com o objetivo de influenciar analistas de mercado e investidores em suas previsões e decisões de investimento (SANKAR; SUBRAMANYAM, 2001; KIRSCHENHEITER; MELUMAD, 2002). Ela pode ser usada também para distorcer a percepção daqueles com níveis inferiores de informação, prejudicando a capacidade de análise sobre a variabilidade dos resultados com o propósito de minimizar a diferença entre retorno previsto e observado por esses usuários da informação (GOEL; THAKOR, 2003). Essas práticas podem reduzir a complexidade da análise dos relatórios financeiros causada pela variabilidade dos lucros reportados na perspectiva do investidor. Os lucros manipulados podem ser percebidos como mais informativos e úteis para investidores, especialmente os que encontram dificuldades para ter acesso às informações (GOEL; THAKOR, 2003).

Nota-se ainda que a manipulação de dados financeiros tem por finalidade encobrir o verdadeiro desempenho subjacente de uma empresa. Sob esta perspectiva, os gestores possuem incentivos oportunistas para manipularem as informações financeiras, tais como o cumprimento de metas para o alcance de bônus (HEALY, 1985) ou a manutenção de seus empregos e benefícios (FUDENBERG; TIROLE,

1995). Dessa forma, é possível compreender tais práticas de manipulação como sendo o reflexo da ação oportunista dos gestores sobre as informações financeiras divulgadas, encobrindo o desempenho real da empresa, permitindo-lhes esconder resultados desfavoráveis por períodos indeterminados (LEUZ; NANDA; WYSOCKI 2003; JIN; MYERS, 2006).

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) revelam que mais de 95% dos executivos e diretores ligados à área financeira das empresas consultadas possuem a preferência por investir ou divulgar relatórios financeiros com baixa variabilidade nos lucros sob perspectiva temporal. Os investidores podem exigir prêmios menores pelos riscos dos investimentos quando estes possuem tendências com menores perturbações. Mesmo quando os fluxos de caixa apresentam grande volatilidade, os investidores acreditam que a variabilidade dos lucros torna o investimento mais arriscado.

Huang et al (2009), alinhados à Teoria de Agência e aos conceitos de assimetria informacional, defendem que, se não houvesse imperfeições no mercado de capitais, possivelmente não haveria justificativa para que as empresas manipulassem seus resultados. Diante de um cenário em que tais imperfeições não existam, qualquer estratégia para manipular as informações financeiras seria neutralizada por meio da penalização no preço em função da plena capacidade do mercado de obter e reconhecer informações falsas ou inconsistentes. No entanto, diante das imperfeições existentes no mercado de capitais, a manipulação das informações financeiras corporativas tem o potencial de aumentar ou destruir o valor de uma empresa.

Trueman e Titman (1988) afirmam que um gestor com incentivo para maximização de seus benefícios pessoais só é capaz de suavizar os lucros em função da lacuna informacional existente entre gestores e investidores. Num ambiente propício à informação assimétrica, o Gerenciamento dos Resultados pode ser utilizado como instrumento para potencializar os conflitos de agência existentes. Alinhados à Teoria de Agência, DeFond e Park (1997) afirmam que os acionistas controladores podem consentir com a manipulação dos lucros promovidos pelos gestores para que seu

retorno seja menos variável em detrimento dos prejuízos causados aos acionistas minoritários.

Segundo Martinez (2013), existem basicamente duas categorias de Gerenciamento de Resultados: o gerenciamento por meio de acumulações e o gerenciamento por meio das decisões operacionais. O gerenciamento dos resultados a partir das decisões operacionais possui como objetivo ajustar o andamento das atividades relativas ao negócio ao longo do exercício financeiro, para que o resultado deste período não seja significativamente diferente do esperado. Já o Gerenciamento de Resultados derivado das acumulações é realizado invariavelmente entre o encerramento do exercício social[1] e a divulgação dos relatórios financeiros. Nesse intervalo de tempo, os gestores avaliam o resultado contábil obtido e definem o montante de acumulações necessárias para que o lucro a ser divulgado esteja alinhado ao esperado pelo mercado. O principal objetivo da manipulação de resultados por meio de acumulações é reduzir a variabilidade dos ganhos ou prejuízos, a fim de ajustar o desempenho obtido àquele projetado pelo mercado.

Essas acumulações sobre o resultado são denominadas de *accruals* e podem ser realizadas de maneira discricionária ou não discricionária. As acumulações não discricionárias sobre os lucros são aquelas derivadas de fatos contábeis cujo reconhecimento e divulgação nos relatórios financeiros não estão sujeitos à escolha dos gestores. Já as acumulações discricionárias sobre os lucros são aquelas cujos lançamentos estão sob a escolha conveniente dos gestores, podendo ser utilizadas para esconder ou suavizar o desempenho financeiro no curto e médio prazo (MARTINEZ, 2008; 2013).

---

[1] A instrução nº 202/93 da CMV torna obrigatória a apresentação de informações financeiras trimestrais para as empresas de capital aberto. Já o Pronunciamento Técnico CPC 21 (R1) estabelece o conteúdo mínimo a ser apresentado para as empresas que divulgam demonstrações financeiras intermediárias, que incluem as principais demonstrações financeiras. Tendo as demonstrações contábeis a periodicidade trimestral, há, portanto, a possibilidade de ajustes trimestrais nos resultados, tanto através de decisões operacionais quanto por meio dos *Accruals*. O prazo para divulgação das IFT é de 45 dias a partir do fim do trimestre conforme instrução da CVM.

As acumulações são a diferença entre o lucro contábil e o fluxo de caixa operacional da empresa. Em função da obrigatoriedade das normas contábeis, o lucro é constituído sob o regime de competência. Esse regime estabelece que os fatos contábeis devem ser reconhecidos no resultado do período, independente de terem causado entrada ou saída efetiva de caixa. Já os fluxos de caixa operacionais representam o reconhecimento exclusivo das operações realizadas no exercício financeiro que afetaram o caixa da empresa. A diferença entre o lucro líquido e o caixa gerado ou consumido constitui os chamados *Accruals* ou acumulações (MARTINEZ, 2013; DUTRA; COSTA, 2014; KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005; MACHADO; MARTINS; MIRANDA, 2012).

DeFond e Jiambalvo (1994) e Persakis e Iatridis (2015) defendem que as acumulações utilizadas com a finalidade de manipular as informações financeiras, além de reduzirem a qualidade dessas informações, estão diretamente associadas às violações dos contratos de dívidas. No Brasil, Dutra e Costa (2014), ao investigarem a relação entre o grau de conservadorismo das informações financeiras e o nível de Gerenciamento de Resultados das empresas, observaram não haver conservadorismo nas informações financeiras, pois os gestores antecipam os ganhos em relação a perdas significativas gerando acumulações manipuladas.

É importante destacar, neste contexto de manipulações contábeis, que os *accruals* exercem papel relevante na contabilidade por meio do regime de competência. Essas acumulações representam o deslocamento dos fluxos de caixa operacionais da empresa para períodos diferentes daqueles cujas operações de fato ocorreram, disponibilizando um conjunto de informações econômicas sobre as atividades das empresas e não apenas um relatório de entradas e saídas de caixa de um determinado período. Todavia, se existem acumulações que não tenham sido originadas a partir das variações dos ativos operacionais da empresa e que não guardem relação com o crescimento da receita operacional, é possível que tais acumulações tenham sido geradas com a finalidade de manipular os resultados (OHLSON, 2014; BUSHMAN et al., 2016; MARTINEZ, 2013).

Conforme Bao e Bao (2004), a suavização dos lucros (*Income Smoothing*) demonstra-se significativa entre as formas[2] de Gerenciamento de Resultados praticadas por empresas americanas. O principal objetivo da prática de suavização é reduzir a percepção da variabilidade dos lucros. Tal prática consiste no fato de que, se determinada firma visualiza a obtenção de lucros significativamente acima do esperado pelo mercado em determinado período e que esse lucro excedente não é sustentável no longo prazo, seus administradores podem manipular as informações contábeis a fim de reduzir os lucros inesperados para valores mais próximos do que fora estimado anteriormente. Por outro lado, se a firma percebe que podem ocorrer prejuízos muito maiores que os previstos, as manipulações serviriam para reduzir os prejuízos inesperados. Essas manipulações contábeis para reduzir a variabilidade dos lucros ocorrem invariavelmente por meio de acumulações discricionárias. Desse modo, é possível perceber que as acumulações discricionárias podem ser utilizadas como instrumento de suavização dos lucros, podendo impactar significativamente a variabilidade dos resultados contábeis de uma empresa (BAO; BAO, 2004; DECHOW; SKINNER, 2000).

Conforme Dechow e Ge (2006) e Dechow e Schrand (2004), os *Accruals* discricionários podem impactar a Persistência nos Lucros das empresas, visto que a utilização sistemática dessas acumulações pode gerar vieses nos lucros com o objetivo de alterar a percepção do investidor em relação ao seu comportamento ao longo do tempo. A seção seguinte dedica-se à definição e fundamentação teórica da Persistência nos Lucros enquanto atributo da Qualidade nos Lucros.

---

[2] A forma do Gerenciamento de resultados determina o objetivo de tal prática. Os principais tipos conforme literatura são: *Target Earnings* (MARTINEZ, 2001), utilizado para reajustar metas de resultados; *Income Smoothing* (MARTINEZ, 2001; CARDOSO; MARTINEZ, 2006), utilizado para suavizar séries de resultados com o objetivo de reduzir sua variabilidade; *Big Bath Accounting* (BURGSTAHLER e DICHEV, 1997; MARTINEZ, 2001), utilizado para aumentar os resultados em médio e longo prazo em detrimento dos resultados presentes.

2.2.2 **Persistência nos Lucros**

Segundo Dechow e Schrand (2004), os lucros sob a ótica da qualidade da informação contábil são considerados persistentes somente se representam o desempenho atual da empresa e constituem fundamento para predizer os lucros de períodos futuros.

Ao atribuir a característica "persistente" aos lucros divulgados, não se deve imputar aos valores monetários informados o poder ou a capacidade de explicar resultados futuros esperados. O que se pretende ao verificar a Persistência nos Lucros enquanto qualidade da informação contábil é o quanto o conjunto de estratégias adotadas pela empresa obteve sucesso em determinado exercício, e como as aplicações ou correções para períodos posteriores afetarão os lucros da empresa. Se uma empresa adota uma estratégia financeira mais arrojada consoante com os aspectos econômicos do período e com as oportunidades disponíveis, e nesse cenário a empresa apresenta desempenho satisfatório, espera-se encontrar nos relatórios financeiros um conjunto de informações aos investidores que sustentem os lucros divulgados e como todas as ações e práticas administrativas no cenário apresentado impactarão os resultados subsequentes.

Dessa forma, é possível perceber que o conteúdo informacional dos lucros não se baseia somente nas práticas contábeis adotadas pela gestão, mas também em toda a estratégia operacional, financeira, de marketing, dentre outras, que podem ou não ter obtido sucesso durante o exercício social. A partir dessas observações, é possível perceber que por trás dos lucros divulgados existe um conjunto de informações relacionadas às práticas contábeis e de gestão que podem afetar a significância dos resultados reportados.

Logo, quando se define a Persistência nos Lucros como a capacidade dos lucros passados e atuais de persistirem ou servirem de base para previsão de lucros futuros, o que se espera é que o conjunto de informações prestadas que fundamentaram os lucros reportados apresentem consistência para sustentação de

sua capacidade de previsão (DECHOW; SCHRAND, 2004; BASILICO; GROVE, 2013; FRANKEL; LITOV, 2009; GREGORY; WHITTAKER; YAN, 2016; LAWSON; WANG, 2015; LI; ABEYSEKERA; MA, 2014; LI, 2008).

Diversos estudos acerca da Qualidade nos Lucros (BABER; KANG; KUMAR, 1998; BASCHIERI; CAROSI; MENGOLI, 2016; PIMENTEL; AGUIAR, 2016; KOLOZSVARI; MACEDO, 2016; FRANKEL; LITOV, 2009; LAWSON; WANG, 2015; LI; ABEYSEKERA; MA, 2014) destacam a relevância da análise da Persistência nos Lucros por se tratar de um atributo com aspectos e características significativas para avaliação do desempenho passado e atual, com vistas à previsão do comportamento futuro dessas informações financeiras. Ao verificar padrões de comportamento dos lucros devidamente justificados nos relatórios financeiros, o investidor tem condições de analisar com maior precisão as possíveis variações nos resultados esperados para períodos subsequentes.

2.3 A QUALIDADE NOS LUCROS POR INDICADORES DE MERCADO

Nesta seção são apresentados os indicadores de Qualidade nos Lucros conforme a percepção do mercado. Cumpre ressaltar a relevância das relações teóricas desses indicadores com a Qualidade nos Lucros, visto que o pressuposto básico para comparação proposta com os atributos da Qualidade nos Lucros é de que tais indicadores são significativamente relevantes para expressar a Qualidade nos Lucros. Destaca-se ainda que estes indicadores decorrem de informações financeiras das empresas e dos resultados dos atributos da Qualidade nos Lucros percebidos pelos investidores. Os indicadores utilizados são: o Valor de Mercado, o Endividamento e a Governança Corporativa.

2.3.1 **Valor de mercado**

Para Francis et al. (2002) e McConnell e Servaes (1990), o valor de mercado de uma empresa representa o quanto os investidores estão dispostos a pagar pela propriedade da empresa ou quanto estão dispostos a pagar por cada unidade de lucro obtido por ela.

De acordo com Collins e Kothari (1989), Sloan (1996), Penman e Zhang (2002), Chan et al. (2006) e Huang et al. (2009), o valor de mercado está diretamente associado à Qualidade nos Lucros da empresa. Essa relação baseia-se no fato de que o valor atribuído pelo mercado à empresa está associado à sustentabilidade dos lucros divulgados nos relatórios financeiros, permitindo a análise do fluxo de caixa para o investidor a longo prazo. Outro fator relevante para determinação do valor da empresa pelo mercado é o reconhecimento de relatórios financeiros que expressam sua realidade patrimonial e financeira, com práticas contábeis livres de manipulações gerenciais.

Logo, observa-se que os atributos da Qualidade nos Lucros estão diretamente associados ao valor de mercado e desempenho das empresas. Conforme Dechow e Schrand (2004), a Qualidade nos Lucros deve refletir o desempenho operacional atual da empresa, o que pode ser utilizado como indicador de desempenho operacional futuro e como medida útil para avaliar o seu valor.

Segundo Gao e Zhang (2015), os gestores preferem divulgar lucros com baixa variabilidade, visto que a divulgação de prejuízos ou lucros com alta variabilidade aumentam a incerteza do mercado acerca do desempenho futuro aumentando o custo do capital disponibilizado pelo investidor, ocasionando a redução do preço que os investidores estariam dispostos a pagar por uma ação da firma. Todavia, lucros com maior persistência em função da baixa variabilidade reduzem a incerteza sobre o desempenho futuro da firma, o que possibilita o aumento do prêmio que os investidores estariam dispostos a pagar pela ação. Destaca-se que se o conjunto de informações que fundamentam e justificam o lucro divulgado não forem

consistentes, ou se os agentes do mercado identificarem a ocorrência de manipulação gerencial, a qualidade desses lucros estará prejudicada, evidenciando a manipulação da Persistência nos Lucros.

Segundo Persakis e Iatridis (2015) e McConnell e Servaes (1990), o valor que o mercado está disposto a pagar no tempo presente por uma ação deve retratar o retorno esperado em médio e longo prazo dessa mesma ação. Assim, se o mercado identifica a manipulação dos resultados nos relatórios financeiros, a previsão dos retornos futuros estará fragilizada, impactando negativamente o preço pelo qual o investidor estará disposto a pagar pela ação dessa empresa.

De acordo com Barth, Elliott e Finn (1999), Kasznik e McNichols (2002) e J. Myers; L. Meyers e Skinner (2007), as empresas que cumprem as metas de lucros baseadas no comportamento de períodos anteriores do lucro ou sobre as expectativas dos analistas são melhores recompensadas. Entretanto, para Skinner e Sloan (2002), J. Myers; L. Meyers e Skinner (2007), lucros ou prejuízos inesperados podem impactar negativamente o preço das ações. Nessa linha, conforme Petroni; Ryan e Wahlen (2000), Beaver e McNichols (1998) e Beaver e Engel (1996), as empresas cujos resultados foram manipulados gerencialmente para gerar a impressão de Persistência nos Lucros tendem a perder valor de mercado.

2.3.2 **Endividamento**

O endividamento de uma empresa é definido pela porção de capital de terceiros presente na estrutura de financiamento desta empresa. Para Titman e Wessels (1988) e Barclay e Smith (1993), os níveis de endividamento das empresas estão associados a atributos como tamanho da firma, rentabilidade, risco, oportunidade de crescimento, dentre outros. Para Oliveira e Oliveira (2009), aspectos relevantes relacionados ao endividamento são os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência derivados da inadimplência da dívida. Sob esta perspectiva, as pesquisas de Nardi e Nakao (2009), Demonier (2013), Li (2015), Watts (2003), Kothari, Shu e

Wysocki (2009) e Gao (2011) apresentam o custo da dívida e as restrições financeiras como fatores relevantes para o estudo do endividamento.

Conforme Demonier (2013), uma empresa encontra-se em situação de restrição financeira quando enfrenta dificuldades para tomada de recursos financeiros no mercado. Kaplan e Zingales (1995) definem uma empresa em situação de restrição financeira quando os custos dos recursos externos dificultam a realização de investimentos. Já o custo da dívida é definido como o custo de captação de capital de terceiros, ou a razão entre os juros pagos e o capital tomado de terceiros, equivalente ao custo de financiamento. Segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), à medida que uma empresa se aproxima da restrição financeira, estará mais propensa à manipulação das informações financeiras, o que reduziria a Qualidade nos Lucros.

Conforme Prevost, Rao e Skousen (2008), as empresas integrantes do mercado de capitais são incentivadas a gerenciar seus resultados sob duas condições específicas: se o mercado compreende que a informação divulgada dos lucros serve de base para predição de lucros futuros, de maneira que a manipulação dos resultados possa afetar o valor de mercado da empresa; e se as empresas (gestores e controladores) podem se beneficiar com o aumento do preço das ações ou valor de mercado da empresa, o que levaria a um menor custo de capital. Quando se trata da dívida, os credores veem na variabilidade dos lucros divulgados um fator determinante para o risco de inadimplência, o que deve promover o aumento do custo desta dívida.

Para Smith e Warner (1979) e Smith Jr. (1993), o conteúdo informacional dos lucros desempenham um importante papel nos acordos e restrições de dívidas. Ocorrendo violações nos parâmetros acordados em relação às dívidas, o poder de decisão dos gestores poderá ser reduzido, penalizando financeiramente a empresa. A possibilidade de tais penalidades pode ser o incentivo para que a gestão da empresa se envolva com práticas de Gerenciamento de Resultados, manipulando suas acumulações discricionárias, afetando o resultado esperado por credores e demais financiadores de capital.

Prevost, Rao e Skousen (2008) revelam que o aumento de acumulações discricionárias está significativamente associado ao maior custo da dívida e, portanto, que os credores são capazes de perceber a manipulação dos dados contábeis das empresas com a finalidade de não violar parâmetros estabelecidos em contratos de dívidas. Li e Richie (2009) esclarecem que nem sempre o mercado de crédito é capaz de perceber a manipulação dos resultados devido à assimetria informacional. Todavia, a prática de manipulação significativa e frequentemente utilizada é percebida e precificada, aumentando o custo do financiamento do capital.

Para Ahmed et al. (2002), Li (2015), Watts (2003), Kothari, Shu e Wysocki (2009) e Gao (2011), empresas com maior Qualidade nos Lucros são monitoradas com maior intensidade pelo mercado, o que poderia contribuir para o controle dos contratos financeiros, reduzindo o custo de captação de recursos de terceiros e a ocorrência de violações aos contratos financeiros estabelecidos. Dessa forma, sendo o mercado capaz de identificar as empresas com Qualidade nos Lucros, espera-se que o custo de financiamento de capital dessas empresas seja inferior ao das demais e que não apresentem condições de restrições financeiras.

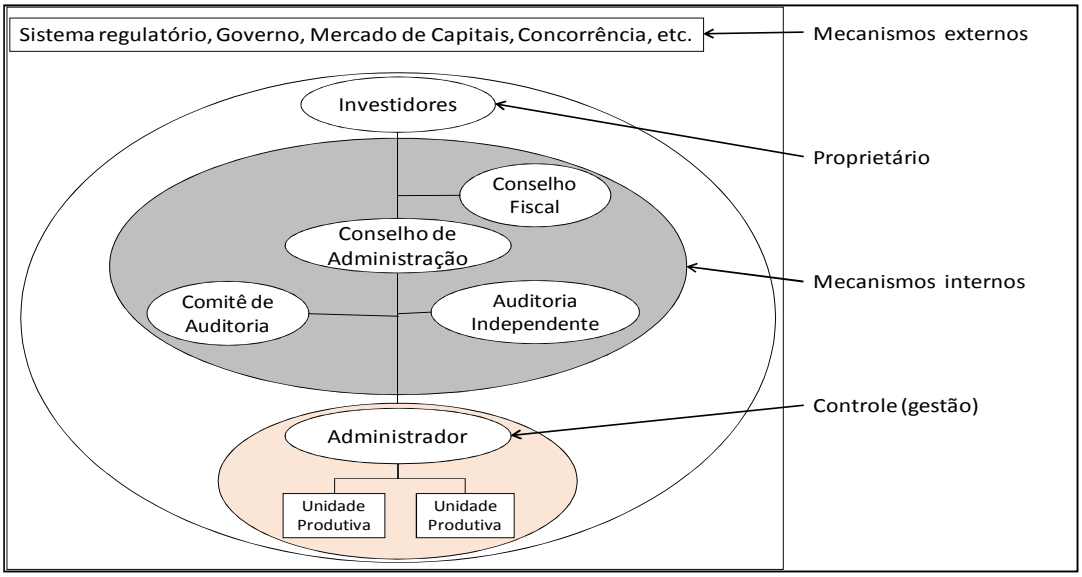
2.3.3 **Práticas de Governança Corporativa**

A Teoria de Agência atribui aos mecanismos de Governança Corporativa a função de reduzir os conflitos de agência entre proprietários e gestores, sendo considerada a teoria de base para as pesquisas sobre Governança Corporativa (JENSEN; MECKLING, 1976). As pesquisas alinhadas a essa teoria enfatizam que dentre os incentivos formais e mecanismos de controle destinados a proteger os acionistas dos gerentes oportunistas estão os relatórios financeiros, que possibilitam aos investidores avaliarem o desempenho obtido pela gestão. No entanto, esses mesmos gestores possuem incentivos para enganar os acionistas, fornecendo-lhes informações financeiras que não retratam o verdadeiro desempenho subjacente do negócio (CHOI; LEE; PARK, 2013).

O lucro contábil e seus componentes desempenham um papel relevante na tomada de decisões por investidores, servindo também de informação fundamental para analistas de mercado. Sabe-se que a apuração do lucro pode ser influenciada por diferentes práticas contábeis, além da possibilidade de manipulação para se ajustar o lucro divulgado ao esperado, o que reduz a qualidade deste lucro. Nesse contexto, os mecanismos de Governança Corporativa visam a monitoração e controle do processo administrativo da firma, dificultando ações oportunistas por parte dos gestores na geração e divulgação dessas informações financeiras (JENSEN; MECKLING, 1976).

Conforme Basilico e Grove (2013), Marques et al. (2015), Jiang, Lee e Anandarajan (2008), Larcker, Richardson e Tuna (2007), a Qualidade nos Lucros das empresas está associada aos mecanismos de Governança Corporativa praticados. Farber (2005) mostra que a maior participação de conselheiros independentes e o ativismo do comitê de auditoria são relevantes na redução das manipulações financeiras. Segundo Almeida (2010), o ambiente competitivo das empresas favorece a divulgação de informações financeiras mais confiáveis e a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa acentua a Qualidade nos Lucros. A Figura 4 mostra a organização dos mecanismos de Governança Corporativa na relação entre propriedade e gestão, conforme Teoria de Agência:

Figura 4 - Mecanismos de Governança Corporativa



Fonte: Elaborado a partir de Fama e Jensen (1983), Jensen e Meckling (1976) e Lacruz (2017).

Segundo Fontes Filho e Alves (2018), os agentes que representam os mecanismos internos de Governança Corporativa atuam diretamente no monitoramento e fiscalização do desempenho dos gestores com o objetivo de reduzirem os conflitos de interesses com os investidores. Verifica-se que os mecanismos internos de Governança Corporativa estão diretamente relacionados ao monitoramento e fiscalização dos responsáveis pela geração dos relatórios financeiros, o que possibilita, teoricamente, a redução de ações oportunistas na geração e divulgação dessas informações (FONTES FILHO; ALVES, 2018; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2017).

Dentre os mecanismos externos de Governança Corporativa destacam-se as funções de normatização, fiscalização e monitoramento a partir de agentes econômicos que atuam no ambiente externo à firma (MONTEIRO et al., 2014). Andrade e Rossetti (2014) e Da Silveira (2010) descrevem os mecanismos externos de Governança Corporativa como forças de controle que atuam especificamente no ambiente legal e regulatório da firma. Para La Porta et al. (1998), essas forças externas podem oferecer um ambiente de maior proteção aos investidores contra possíveis ações expropriatórias dos gestores.

Verifica-se, portanto, que a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa pelas empresas possibilita a institucionalização de mecanismos de monitoramento mais eficientes sobre os gestores, além de aumentar a proteção dos interesses dos investidores. Esse monitoramento e proteção, gerados pelos mecanismos de Governança, podem impactar significativamente a qualidade da informação contábil (SARLO NETO, 2009).

No Brasil, a B3 estabeleceu segmentos especiais com requisitos de práticas de Governança Corporativa, além daqueles definidos na Lei das Sociedades Anônimas – SA – e nas normas complementares, denominados de Bovespa Mais, Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa e Novo Mercado. Os regulamentos dos níveis de Governança Corporativa da B3 detêm-se em questões referentes à transparência das informações, proteção de direitos de acionistas minoritários e no segmento mais elevado – Novo Mercado –, na solução de conflito por meio de arbitragem (BARROS et al., 2008). Segundo Terra e Lima (2006 p.40), "[...] a adesão voluntária da empresa às normas mais exigentes desses segmentos de mercado é um sinalizador de maior nível de governança".

Dentre as práticas adotadas por empresas listadas nos segmentos diferenciados (tratando-se no Novo Mercado) destacam-se: a concessão de *tag along*[3], a manutenção de um *free float*[4] mínimo, capital total da empresa composto por ações ordinárias, quantidade mínima de conselheiros independentes. Todas essas práticas visam aumentar o nível de transparência dos relatórios financeiros, a proteção dos investidores, causando, por conseguinte, impacto positivo na Qualidade nos Lucros.

---

[3] *Tag Along* é extensão de direitos aplicada ao acionista minoritário.
[4] *Free Float* mínimo: Quantidade mínima de ações disponibilizadas para negociação no mercado de capitais.

2.4 COMBINAÇÃO DOS ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS

Esta seção dedica-se à análise teórica da relação entre Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados. Destacam-se as pesquisas de DeFond e Park (2001), Dechow, Ge e Schrand (2010), Pimentel e Aguiar (2012), Martinez (2013), Ohlson (2014), Dichev (2015), Mazzioni, Diel e De Oliveira (2016) e Kolozsvari e Macedo (2016), que constroem teoricamente a Qualidade nos Lucros a partir dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados e fomentam a discussão referente a essa relação. Esses estudos contribuem ainda para construção das métricas de Qualidade nos Lucros aplicadas nesta pesquisa.

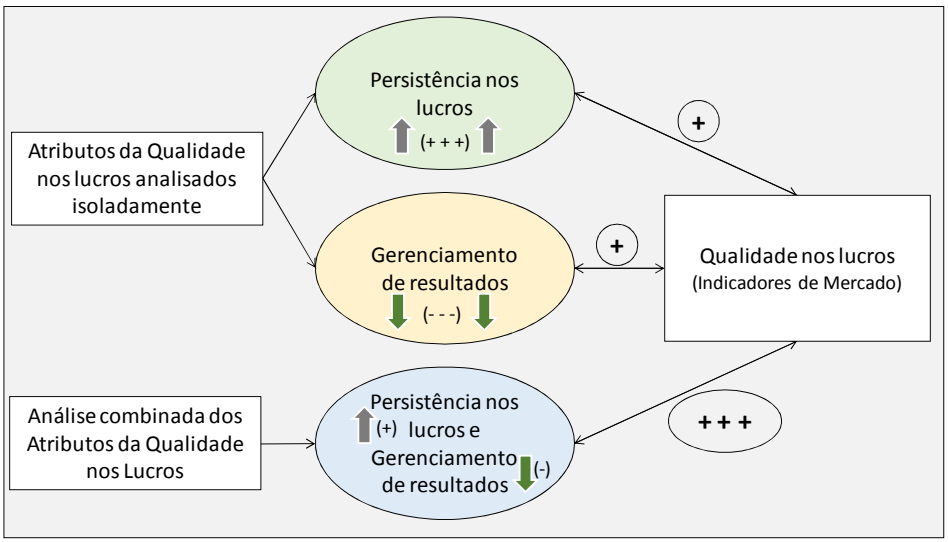
Huang e Kale (2018), Dechow e Ge (2006) e Dechow, Ge e Schrand (2010) destacam a capacidade dos investidores de perceber e precificar a variabilidade nos lucros. O aumento na variabilidade dos lucros divulgados gera maior divergência entre o resultado obtido e o previsto pelos analistas de mercado, o que pode gerar maior incerteza sobre o desempenho futuro da firma. Observa-se, entretanto, conforme Black, Pierce e Thomas (2017), Martinez (2008) e Martinez (2013), que as práticas de Gerenciamento de Resultados podem ser utilizadas para redução da variabilidade dos lucros, gerando relatórios financeiros com lucros artificialmente persistentes. Segundo Kolozsvari e Macedo (2016), as práticas de Gerenciamento de Resultados podem influenciar a percepção do investidor sobre a Persistência nos Lucros, todavia essas manipulações não se sustentam no longo prazo, evidenciando lucros sem qualidade.

A relação entre o Gerenciamento de Resultados e a Persistência nos Lucros baseia-se no pressuposto de que o mercado precifica positivamente as empresas que apresentam lucros com menor variabilidade. Diante de lucros com alta variabilidade, diferentes das previsões de mercado, os gestores se propõem a manipular seus resultados financeiros com o objetivo de alterar a percepção do investidor a respeito da real situação contábil-financeira da firma. Entretanto, informações financeiras que não apresentam Gerenciamento de Resultados significativos, mas que possuam

lucros com alta variabilidade, aumentam a incerteza do investidor e reduzem sua capacidade de análise de desempenho futuro da firma (DECHOW; GE, 2006; DECHOW; GE; SCHRAND, 2010). Observa-se que ambas as relações destacadas entre Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados retratam a falta de Qualidade nos Lucros da firma.

Neste contexto, verifica-se a relevância da análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados para discriminação de empresas com Qualidade nos Lucros, a partir do preceito de que esta qualidade está associada a lucros não manipulados gerencialmente, cuja análise do comportamento permite a previsão de lucros futuros. A Figura 5 ilustra essa relação:

Figura 5 - Relação entre os atributos da Qualidade nos Lucros



Fonte: Elaborada pelo autor.

A relação direta da Persistência nos Lucros com a Qualidade nos Lucros aponta para indicadores de mercado que evidenciam:

- A adoção de melhores práticas de Governança Corporativa pelas empresas com objetivo de reduzir o conflito de interesses entre administradores e investidores por meio de mecanismos internos e externos de fiscalização, controle e monitoramento;

- Maior Valor de mercado em função da redução de incertezas sobre o desempenho futuro das empresas, geradas por informações financeiras convergentes com o comportamento dos lucros;
- Empresas cuja estrutura financeira esteja alinhada à sua estrutura operacional, indicando ausência de restrições financeiras e possibilitando a redução do custo da dívida.

Entretanto, a relação inversa do Gerenciamento de Resultados com a Qualidade nos Lucros tende a evidenciar indicadores de mercado divergentes dos esperados para as empresas que apresentam Persistência nos Lucros. Ainda neste contexto, cumpre destacar que a falta de Persistência nos Lucros denota possíveis falhas nas estratégias financeiras ou operacionais da firma. Observa-se que a identificação de manipulações gerenciais nos relatórios financeiros de uma empresa pode revelar: i) a ausência de práticas diferenciadas de Governança Corporativa ou ii) a ineficiência de seus mecanismos internos e externos de fiscalização e monitoramento da atividade gestora (FONTES FILHO; ALVES, 2018); e iii) restrições financeiras por quebra de contratos de dívidas em função de uma estrutura de financiamento incompatível com a estrutura de atividades operacionais (DEMONIER, 2013; BEIRUTH; FÁVERO, 2016).

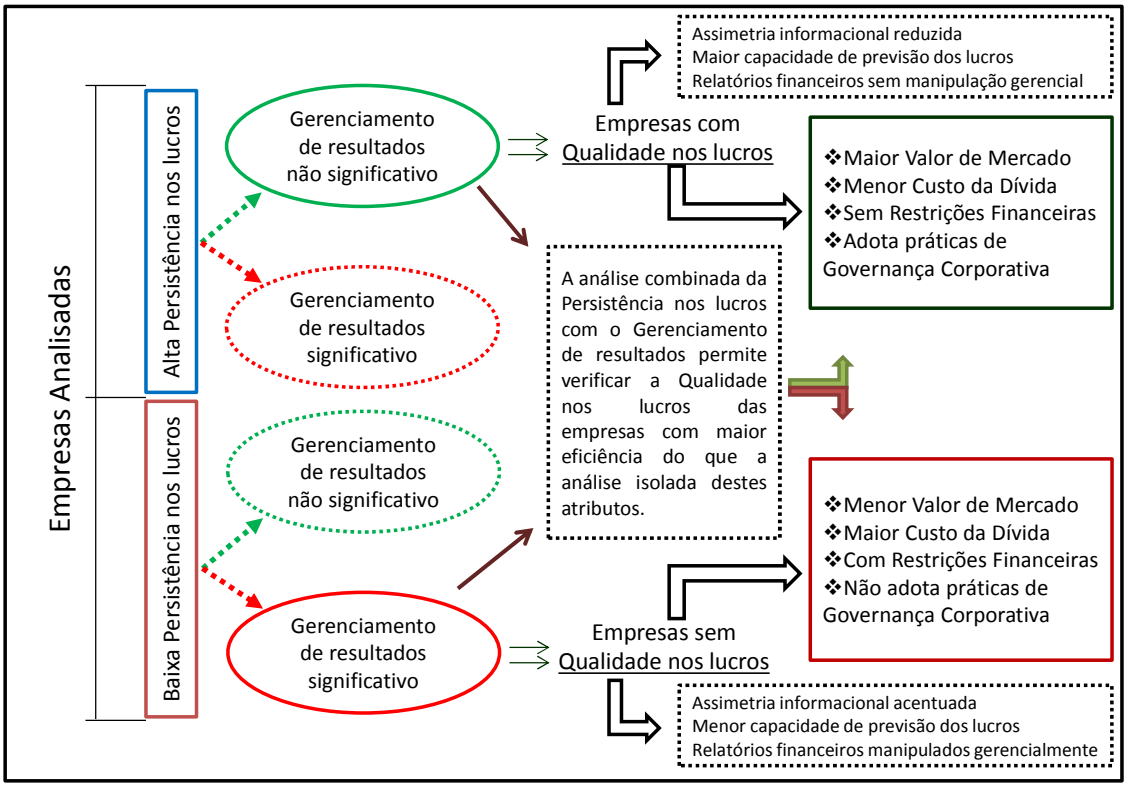
Como resposta a este cenário de Gerenciamento de Resultados, os investidores poderão: i) reduzir o preço de mercado das ações em função do maior risco do investimento (FRANCIS et al., 2004); e ii) restringir os recursos ou iii) aumentar o custo da dívida para financiamento de capital da firma (NARDI; NAKAO, 2009; BARTH; KONCHITCHKI; LANDSMAN, 2013), dentre outras possíveis consequências. A partir destas relações de causa e efeito é que se postula que a Qualidade nos Lucros das empresas reflete as características da Persistência nos Lucros, desde que essas características não sejam anuladas pela ausência de confiabilidade de relatórios financeiros manipulados.

Assim postulado, a partir do pressuposto teórico de que a análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados permitirá verificar a Qualidade nos Lucros com maior eficiência do que a análise isolada destes atributos, destaca-se a seguinte hipótese de pesquisa para verificação:

> H_a: A análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados é mais eficiente para verificação da Qualidade nos Lucros das empresas do que a análise isolada destes atributos.

A Figura 6 ilustra de forma sintetizada a composição teórica da pesquisa, bem como os objetivos geral e específicos propostos:

Figura 6 - Composição teórica da pesquisa



Fonte: Elaborada pelo autor.

Observa-se que a trajetória estabelecida para a verificação da hipótese da pesquisa converge para a seguinte sequência: i) análise da eficiência da Persistência nos Lucros enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; ii) análise da eficiência do Gerenciamento de Resultados enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; e iii) análise da eficiência da Persistência nos Lucros combinada com o Gerenciamento de Resultados enquanto atributos da Qualidade nos Lucros.

Na seção seguinte são apresentados os procedimentos metodológicos adotados para consecução dos objetivos estabelecidos nesta pesquisa.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

As técnicas e abordagens metodológicas utilizadas neste estudo são apresentadas nas seções seguintes, ordenadas conforme as definições e etapas necessárias para se alcançar os objetivos propostos. Destacam-se as quatro seções seguintes dedicadas à orientação metodológica da pesquisa: Delineamento metodológico; Coleta e Amostra de dados; Estratégia de Pesquisa, Aspectos Econométricos. As seções posteriores dedicam-se à descrição dos modelos econométricos utilizados na pesquisa.

3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

O delineamento metodológico deste estudo deu-se em função de seu objetivo e hipótese, além de considerar as técnicas de análise e abordagem adotada para a verificação da tese proposta. Quanto à abordagem, este estudo classifica-se como de natureza quantitativa, pois efetua testes e análises a partir de dados financeiros, recorrendo a técnicas e instrumentos estatísticos para investigar padrões e características significativas relacionadas aos objetivos e hipótese testada. A pesquisa utiliza-se de dados secundários divulgados pelas empresas, o que caracteriza a pesquisa como documental, além de sua natureza descritivo-explicativa, por investigar a eficiência da análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros em relação à eficiência da análise isolada destes atributos (THEÓPHILO; MARTINS, 2009).

3.2 COLETA E AMOSTRA DE DADOS

A amostra desta pesquisa é composta por empresas ativas, de capital aberto e com ações ordinárias negociadas na B3. Selecionada de forma intencional (THEÓPHILO; MARTINS, 2009), a amostra limitou-se às empresas que possuíam dados

disponíveis referentes ao período compreendido entre o 1° trimestre de 2010 e o 4° trimestre de 2016, perfazendo um total de 28 trimestres (observações) por empresa/variável. Essa limitação deu-se principalmente em função das significativas mudanças nos padrões contábeis brasileiros nesse período. Conforme a instrução normativa n° 457/2007, da Comissão de Valores Mobiliários, as empresas brasileiras de capital aberto deveriam, a partir de 2010, apresentar suas demonstrações financeiras em conformidade com os padrões contábeis internacionais.

Apesar da possibilidade da utilização de uma variável *dummy* para identificar os períodos anteriores a essas alterações, optou-se nesta pesquisa pela utilização de dados gerados sob um mesmo padrão contábil. Destaca-se que a variável Fluxo de Caixa Operacional, apresentada na Demonstração de Fluxos de Caixa, seria significativamente afetada por se tratar de informação cuja divulgação tornou-se obrigatória às empresas a partir do ano de 2010.

O principal filtro para definição das empresas que compõem a amostra desta pesquisa foi o maior número de informações disponíveis necessárias para executar os modelos econométricos estabelecidos a partir dos atributos da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados. São estas as variáveis:

Quadro 1 - Dados e informações financeiras das empresas analisadas

Informações	Tipo de Dado	Informações	Tipo de Dado
Ativo Circulante	Contábil	Lucro Líquido	Contábil
Ativo Total	Contábil	Despesas Financeiras	Contábil
Despesas de depreciações	Contábil	Receita líquida	Contábil
Caixa e Equivalente Caixa	Contábil	Lucro por ação	Contábil
Contas a Receber	Contábil	Valor de Mercado	Mercado
Dívida total	Contábil	Práticas de Governança Corporativa	Mercado
Preço das ações preferenciais	Mercado	Fluxo de Caixa Operacional	Contábil
Passivo Circulante	Contábil	Juros sobre capital próprio	Contábil
Investimentos de curto prazo	Contábil	Imobilizado	Contábil
Dividendos distribuídos	Contábil	Despesas de amortizações	Contábil
Preço das ações ordinárias	Mercado		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os dados foram coletados a partir dos Bancos de Dados *Thomson Reuters Eikon*®, Economática®, e Comdinheiro®. A amostra final da pesquisa foi composta por 205 empresas, conforme ANEXO A. Foram mantidas na amostra empresas de todos os setores econômicos, conforme discriminados pela B3: Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Saúde, Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Utilidade Pública.

3.3 ESTRATÉGIAS DE PESQUISA

Como parte da estratégia de pesquisa, o percurso metodológico para verificação do objetivo geral e da tese proposta baseia-se na investigação dos objetivos específicos estabelecidos. Conforme descritos na seção introdutória, os objetivos específicos são: i) verificar a eficiência da Persistência nos Lucros enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; e ii) verificar a eficiência do Gerenciamento de resultados enquanto atributo da Qualidade nos Lucros. A partir desses objetivos específicos foi possível investigar se a análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados é mais eficiente para verificação da Qualidade nos Lucros das empresas em relação à análise isolada destes atributos.

Para tanto, são descritas a seguir as etapas que sintetizam o percurso metodológico para verificação do objetivo geral e da tese proposta. Destaca-se que a primeira e segunda etapas estão direcionadas à consecução dos objetivos específicos i e ii, e a terceira etapa ao objetivo iii. Ressalta-se ainda que todos os modelos apresentados nesta seção são descritos na seção 3.5.

Primeira etapa: Esta etapa foi direcionada à obtenção e parametrização das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados. Para tanto foram utilizados os seguintes modelos:

Métrica de Persistência nos Lucros (PIMENTEL; AGUIAR, 2012; KOLOZSVARI; MACEDO, 2016):

$$ROA_{i,t} = \propto_i + \beta_1 . ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \tag{8.1}$$

Nota: Onde α_i => constante do modelo; $ROA_{i,t}$=> é a medida de retorno sobre ativo total de uma empresa i no período t; β => é o coeficiente de relação entre a variável explicativa e a variável explicada; e ε é o termo de erro.

Métrica de Gerenciamento de Resultados (OHLSON, 2014; DICHEV, 2015):

$$\Delta CG_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . FCO_{i,t+1} + \beta_2 . FCO_{i,t} + \beta_3 . FCO_{i,t-1} + \varphi_{i,t} \tag{9}$$

Nota: Onde ΔCG => Variação do Capital de giro líquido das disponibilidades no período t; FCO_{t+1}, FCO_t, FCO_{t-1} => Fluxos de caixa operacionais nos períodos t+1, t e t-1; β_0, β_1, β_2 e β_3 => intercepto e parâmetros dos Fluxos de caixa operacionais, respectivamente; e $\varphi_{i,t}$ => termo de erro (resíduos) da empresa i no tempo t.

$$\varphi_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . \Delta RL_{i,t} + \omega_{i,t} \tag{10}$$

Nota: Onde $\varphi_{i,t}$ => representa o termo de erro da empresa i no período t obtido através da expressão xc; $\Delta RL_{i,t}$ => é a variação da Receita Líquida da empresa i no período t; e $\omega_{i,t}$ => termo de erro (resíduos).

As métricas de Persistência nos Lucros e de Gerenciamento de Resultados são obtidas, respectivamente, pelos termos de erros das expressões 8.1 e 10. A parametrização efetuada nas métricas de Persistência nos Lucros e de Gerenciamento de Resultados ocorreu em função da diferença entre a periodicidade dos dados para obtenção dessas métricas (dados trimestrais), e a periodicidade dos dados utilizados para obtenção das variáveis explicativas (dados anuais) dos modelos de regressão logística propostos. A parametrização foi utilizada como recurso para possibilitar a análise dos dados com uniformidade temporal. Descreve-se abaixo os modelos utilizados para parametrização dos erros:

$$Erro\ Médio_PL_{i,a} = \frac{\sum_{t=1}^{t=4}(\varepsilon_{i,t})^2}{\sqrt{n}}$$

(11.1)

$$Erro\ Médio_GR_{i,a} = \frac{\sum_{t=1}^{t=4}(\omega_{i,t})^2}{\sqrt{n}}$$

(11.2)

Nota: Em que Erro Médio_PL $_{i,a}$ => erro médio da Persistência nos Lucros calculado para empresa i no ano a; $\varepsilon_{i,t}$ => erro obtido pelo modelo de Persistência nos Lucros da empresa i no trimestre t; Erro Médio_GR $_{i,a}$ => erro médio dos *Accruals* discricionários calculado para empresa i no ano a; $\omega_{i,t}$ => erro obtido pelo modelo de *Accruals* da empresa i no trimestre t; n => quantidade de trimestres com observações válidas.

Segunda etapa: Dedicou-se à verificação da eficiência da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados enquanto atributos da Qualidade nos Lucros. A verificação da eficiência foi efetuada por meio de modelos de regressão logística, possibilitando a comparação das probabilidades de ocorrência da Qualidade nos Lucros pelos diferentes atributos em função dos indicadores de mercado que expressam essa mesma qualidade. Por meio dos modelos descritos nas expressões 12 e 13 verificou-se a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros utilizando como variáveis dependentes a Persistência nos Lucros e o Gerenciamento de Resultados:

$$\frac{pob}{QL_{PL}\ (\frac{0}{1})}\ it = \frac{1}{1 + e^{(\propto_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}}$$

(12)

$$\frac{prob}{QL_{GR}\ (\frac{0}{1})}\ it = \frac{1}{1 + e^{(\propto_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}}$$

(13)

Nota: Em que $\mathrm{Prob/QL_{PL}}\left(\frac{0}{1}\right)$ e $\mathrm{Prob/QL_{GR}}\left(\frac{0}{1}\right)$ representam a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros (1) em relação a não ocorrência (0) baseada nas métricas de Persistência nos Lucros (PL) e no Gerenciamento de Resultados (GR) em ambos os cortes (mediana e quartis).

(i) empresa observada; (t) período trimestral observado; (QL) Qualidade nos Lucros {0 para empresas sem qualidade; 1 para empresas com qualidade}; (VM) valor de Mercado da empresa ponderado pelo ativo total da mesma; (IPL) índice de preço por unidade de lucro por ação; (CD) Custo da Dívida da empresa; (GC) variável *dummy* para Governança Corporativa {1 para empresas do Novo Mercado; 0 para as demais empresas}; (RF) Risco financeiro {1 para empresas em condição de risco; 0 para as demais empresas}.

A discriminação das empresas com e sem Qualidade nos Lucros em função das métricas de Persistência e Gerenciamento deu-se por meio do corte dos dados calculados pela mediana e pelos primeiros e últimos quartis, conforme apresentado na seção 3.6. As variáveis explicativas dos modelos são descritas na seção 3.7.

Terceira etapa: Constituiu-se da verificação da eficiência da análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados enquanto atributos da Qualidade nos Lucros. A verificação desta eficiência deu-se por meio da análise da probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros por meio da combinação de seus atributos em função dos indicadores de mercado que expressam essa mesma qualidade. Para testar os efeitos desta análise combinada em relação aos atributos analisados isoladamente foram comparados os resultados dos modelos de regressão logística a partir dos indicadores de desempenho descritos na seção 3.10. Segue abaixo o modelo utilizado para a análise de eficiência combinada:

$$\frac{prob}{QL_{PL_GR}\left(\frac{0}{1}\right)}{}^{it} = \frac{1}{1 + e^{(\propto_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}} \tag{14}$$

Nota: Em que, $\mathrm{Prob/QL_{combinação}}\left(\frac{0}{1}\right)$ representa (1) para empresas com maiores níveis de Persistência nos Lucros e menores níveis de *Accruals*, portanto, com Qualidade nos Lucros; e (0) empresas com menores níveis de Persistência nos Lucros e maiores níveis de *Accruals*, portanto, sem Qualidade nos Lucros.

De forma similar, a discriminação das empresas com e sem Qualidade nos Lucros em função das métricas de Persistência e Gerenciamento combinadas deu-se por meio da mediana e dos primeiros e últimos quartis dos dados. Nesta etapa, foram discriminadas primeiro as empresas em função da Persistência nos Lucros, seguida da análise dos valores de Gerenciamento de Resultados conforme descrito na seção

3.6. A seção seguinte apresenta os aspectos econométricos relacionados aos modelos utilizados nesta pesquisa.

3.4 ASPECTOS ECONOMÉTRICOS

Nesta pesquisa foram utilizados modelos de regressão para dados em painel que, conforme Fávero (2015), são adequados quando se busca estudar o comportamento de determinados fenômenos que podem se alterar entre os indivíduos componentes da amostra e simultaneamente de forma temporal, por meio do uso de dados estruturados de forma tal que o pesquisador possa identificar as séries temporais de vários indivíduos ou diversas *cross-sections* ao longo do tempo.

Conforme Marques (2000) é possível obter nos modelos de regressão para dados em painel maior variabilidade dos dados, maior eficiência para estimação de parâmetros, menor multicolinearidade das variáveis e maior quantidade de informação. Segundo Fávero (2015), a maior variabilidade dos dados conferida pela utilização de dados em painel resulta em séries mais suaves do que seriam em análises individuais, como ocorre em análises por séries temporais. Gujarati e Porter (2011) relatam que a utilização de séries temporais visa essencialmente o desenvolvimento de modelos de previsão, e para que isso ocorra os dados não devem apresentar tendência.

Conforme Morettin (2010), a tendência é uma característica inerente à informação financeira, prejudicando sua análise por séries temporais. O autor destaca que para utilização dessas informações é necessária a eliminação da tendência por primeira diferença. Entretanto, esse procedimento prejudicaria potencialmente a execução desta pesquisa, visto que as características financeiras e econômicas das empresas poderiam ser relevantemente impactadas pela eliminação da tendência natural dos dados. Gujarati e Porter (2011, p. 588) afirmam que "[...] a análise estatística por dados em painel possibilita detectar e medir com maior eficiência os efeitos que não poderiam ser observados em um corte transversal de dados ou em uma série

temporal". Conforme Fávero (2015), a expressão geral de um modelo de regressão para dados em painel em que se considera Y em função de $X1_{it}$, $X2_{it}$.., Xk_{it}, pode ser definida da seguinte forma:

$$Y_{i,t} = \propto_i + \beta_1 . X1_{i,t} + \beta_2 . X2_{i,t} + \cdots + \beta_j . Xk_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Nota: Em que Y representa o evento em estudo (variável dependente que pode variar entre indivíduos e ao longo do tempo), α_i representa o intercepto de cada indivíduo, β_j (j = 1, 2, ..., k) são os coeficientes de cada variável explicativa e X_k são as variáveis explicativas (métricas ou *dummies*), que variam entre os indivíduos ao longo do tempo. Os subscritos i representam cada um dos indivíduos da amostra (i = 1, 2, ..., n; em que n é o tamanho da amostra) e t, os períodos em que são coletados os dados (FÁVERO; 2015).

Os modelos de dados em painel possuem basicamente três abordagens específicas: POLS-*Pooled Ordinary Least Square*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Conforme Fávero (2015), o modelo POLS caracteriza-se por considerar a base de dados como uma grande *cross-sections* que, por meio do método dos mínimos quadrados ordinários, estima os parâmetros do modelo proposto. No modelo POLS os dados são empilhados, aglomerando séries temporais e cortes transversais sem controlar possíveis variações do indivíduo ou do tempo.

Já no modelo de regressão para dados em painel com efeitos fixos leva-se em consideração a existência de características individuais nos dados (heterogeneidade entre indivíduos), possibilitando a captação de diferenças que não variam com o tempo, ocasionando diferenças nos interceptos (GUJARATI, 2006; FÁVERO, 2015). Por fim, no modelo de efeitos aleatórios tem-se que o intercepto de cada indivíduo é aleatório, não apresentando correlação com os regressores (FÁVERO, 2014). Esses três modelos são representados matematicamente pelas seguintes expressões:

Quadro 2 - Abordagens para dados em painel

Modelo	Equação	Expressão
POLS	$Y_{it} = \propto_0 + \beta_1 . X_{it} + \varepsilon_{it}$	2
Efeitos Fixos	$Y_{it} = \propto_{0i} + \beta_1 . X_{it} + \varepsilon_{it}$	3
Efeitos Aleatórios	$Y_{it} = \beta_1 . X_{it} + (\propto_{0i} + \varepsilon_{it})$	4

Fonte: Informações adaptadas de Fávero (2014).
Nota: Em que Y_{it} => i-ésima variável explicada; α_{0i} => intercepto; β_i => (coeficiente) parâmetro da variável explicada; e ε_{it} => termo de erro.

Além do modelo linear para dados em painel, visto nas expressões de 1 a 4, utilizou-se neste estudo modelos de regressões não lineares, especificamente o modelo logístico para dados em painel. Conforme Fávero e Belfiore (2017), quando os dados de uma pesquisa variam entre indivíduos e ao longo do tempo, mas a variável dependente apresenta dados qualitativos ou valores discretos positivos restritos a um determinado número de ocorrências, é prudente utilizar-se de modelos longitudinais (dados em painel) não lineares. No modelo para dados em painel logístico, a probabilidade de ocorrência do fenômeno em estudo para determinado indivíduo em um específico instante de tempo, representado por Y_{it} = 1, é definida pela seguinte expressão geral (FÁVERO; BELFIORE, 2017):

$$ln\ (chance_{Y_{it=1}}) = \propto_i + \beta_1 . X1_{i,t} + \beta_2 . X2_{i,t} + \cdots + \beta_j . Xk_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Que após o devido tratamento matemático resulta em:

$$prob_{it} = \frac{e^{(\propto_i + \beta_1 . X1_{i,t} + \beta_2 . X2_{i,t} + \cdots + \beta_j . Xk_{i,t} + \varepsilon_{it})}}{1 + e^{(\propto_i + \beta_1 . X1_{i,t} + \beta_2 . X2_{i,t} + \cdots + \beta_j . Xk_{i,t} + \varepsilon_{it})}} \quad (6)$$

Nota: Em que $prob_{it}$ => a probabilidade de ocorrência (valor entre 0 e 1) de determinado evento e função da variação das variáveis explicativas X_{it}.

De maneira similar, o modelo de regressão logística por dados em painel apresentado nas expressões 5 e 6 possuem as mesmas três abordagens já descritas: POLS, Efeitos Fixos e Aleatórios. Estabelecidos os modelos de dados em painel utilizados neste estudo, faz-se necessário verificar qual das abordagens

possui melhor adequação ao objetivo da pesquisa e às características dos dados, trazendo como resultado parâmetros consistentes. Para esta verificação foram utilizados os seguintes testes estatísticos:

Quadro 3 - Testes de adequação para dados em painel

Teste de adequação	Modelos verificados	Abordagem adequada (hipótese nula)
F de Chow	POLS versus Efeitos Fixos	Modelo POLS
Breush-Pagan	POLS versus Efeitos Aleatórios	Modelo POLS
Hausman	Efeitos Fixos versus Efeitos Aleatórios	Modelo Efeitos Aleatórios

Fonte: Fávero e Belfiore (2017).

Verifica-se, ainda, que por se tratarem de regressões lineares estimadas por mínimos quadrados ordinários (MQO), os modelos lineares de dados em painel necessitam da verificação dos seguintes pressupostos:

Quadro 4 - Pressupostos das regressões lineares por MQO

Pressuposto	Violação	Teste de Verificação
Distribuição normal dos resíduos	Impossibilidade de inferência estatística	Testes de Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia
Inexistência de correlação significativa entre variáveis explicativas	Multicolinearidade	Teste VIF (*Variance Inflation factor*)
Inexistência de correlação entre resíduos e demais variáveis	Heterocedasticidade	Teste de Breusch-Pagan/Cook-weisberg
Resíduos aleatórios e independentes	Autocorrelação dos resíduos para modelos temporais	Teste de Durbin-Watson e de Breusch-Godfrey

Fonte: Fávero (2015).

Os testes de Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia verificam especificamente a rejeição ou não à hipótese nula de normalidade dos resíduos. Todavia, conforme Fávero (2015), Wooldridge (2012) e Gujarati (2006), baseando-se na teoria do limite central, a possível violação a esse pressuposto é significativamente minimizada quando da utilização de grandes amostras em função das propriedades assintóticas dos estimadores obtidos por mínimos quadrados ordinários.

Conforme Fávero (2015, p. 46), "[...] a multicolinearidade ocorre quando há correlações muito elevadas entre as variáveis explicativas”. Uma das possíveis

causas da multicolinearidade é a existência de variáveis que apresentam a mesma tendência em determinados períodos consecutivos, característica esta presente em modelos cujas variáveis apresentam similaridades numa evolução temporal. Uma das alternativas para correção da violação ao pressuposto da multicolinearidade é a eliminação de variáveis do modelo. No entanto, conforme Vasconcellos e Alves (2000), a multicolinearidade não afeta a intenção de elaboração de modelos de previsão, desde que as mesmas condições que geraram os resultados sejam mantidas nos modelos de previsão. Além disso, Gujarati e Porter (2011) destacam que o problema da multicolinearidade não gera necessariamente estimadores fracos ou inadequados para inferência estatística.

Os testes de Breusch-Pagan/Cook-weisberg têm como premissa verificar a hipótese nula de variância constante dos termos de erro e, como hipótese alternativa, a falta de constância na variância dos termos de erro, o que implicaria em possíveis correlações entre os erros e as demais variáveis. A utilização do método Huber-White para erros-padrão robustos, conforme Fávero (2015), reduz a possibilidade de geração de parâmetros enviesados ou ineficientes.

Já os testes de Durbin-Watson e de Breusch-Godfrey visam aferir a existência de autocorrelação nos resíduos. Conforme Fávero (2015) é possível tratar a autocorrelação nos resíduos por meio da utilização do método de mínimos quadrados generalizados, que tem como objetivo encontrar a melhor transformação do modelo originalmente proposto, de modo a se obter como resultado termos de erros não correlacionados. Ainda segundo Hair et.al. (2009), modelos não lineares de dados em painel, como o logístico utilizado neste estudo, possuem menor propensão a serem afetados quando não ocorre o atendimento a alguns dos pressupostos necessários para estimação de parâmetros em modelos de regressão por mínimos quadrados ordinários.

Segundo Hair et.al. (2009), mínimos quadrados ordinários é o procedimento que visa a minimização dos quadrados dos erros (resíduos) na estimação dos coeficientes em regressões lineares simples ou múltiplas.

Outro importante conceito é o poder explicativo do R^2. Segundo Stock e Watson (2004), o R^2 representa o quanto da variância da amostra da variável dependente é esclarecida pelas variáveis explicativas. Conforme Fávero e Da Silva (2009) e Fávero e Belfiore (2017), a capacidade explicativa do modelo é analisada pelo R^2 da regressão, conhecido também por coeficiente de ajuste ou de explicação. O R^2 pode variar entre 0 e 1, todavia seria improvável obter um R^2 igual a 1, visto que dificilmente um modelo de previsão linear teria todas as observações sobre a reta estimada (observações previstas). Analogamente, Fávero e Belfiore (2017) destacam que se o R^2 de um modelo fosse igual a 1 não haveria resíduos para cada uma das observações do modelo, o que implicaria em dizer que a variabilidade da variável dependente estaria sendo inteiramente explicada pela variabilidade das variáveis explicativas. Ainda por analogia, pode-se inferir que, quanto maior for o coeficiente de ajuste do modelo, menor será a soma dos quadrados dos resíduos, sendo essa uma maneira alternativa de verificação do ajuste do modelo.

Os modelos lineares de regressão de dados em painel foram utilizados com o objetivo específico de possibilitar a classificação das empresas em função das métricas adotadas para calcular a Persistência nos Lucros e o Gerenciamento de Resultados. A partir dos resultados dos modelos de Persistência nos Lucros e de Gerenciamento de Resultados, as empresas foram separadas por meio de medidas de posição, mediana e quartis, que, conforme Fávero e Belfiore (2017), são medidas utilizadas para divisão de um conjunto de dados ordenados de forma crescente em dimensões equivalentes.

A seguir são apresentados os modelos utilizados para obtenção das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados.

3.5 MÉTRICAS DOS ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS

Para análise dos objetivos desta pesquisa fez-se necessário operacionalizar a Persistência nos Lucros e o Gerenciamento de Resultados enquanto atributos da

Qualidade nos lucros. Esta operacionalização ocorreu por meio de modelos simples e multivariados de regressões lineares já estabelecidos na literatura. Nesta pesquisa, a construção das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados baseou-se nos estudos de Basu (1997), Dechow, Ge e Schrand (2010), Allen, Larson e Sloan (2013), Martinez (2013), Dichev (2015) e Ohlson (2014). Nas duas seções seguintes são apresentadas a construção destas variáveis.

3.5.1 **Métrica de Persistência nos Lucros**

Como apresentado na fundamentação teórica, lucros persistentes são aqueles capazes de se autoexplicarem evidenciando correlação significativa ao longo do tempo. Diversas pesquisas (DECHOW; SCHRAND, 2004; LI, 2008; FRANKEL; LITOV, 2009; DECHOW; GE; SCHARAND, 2010; BASILICO; GROVE, 2013; LI; ABEYSEKERA; MA, 2014; LAWSON; WANG, 2015) propõem como principal métrica de Persistência nos Lucros o seguinte modelo:

$$Lucro_{i,t} = \propto_i + \beta_1 . Lucro_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \tag{7}$$

Nota: Onde α_i => constante do modelo; $\mathrm{Lucros}_{i,t}$ => é a medida de Lucro de uma empresa i no período t; β => é o coeficiente de relação entre a variável explicativa e a variável explicada; e ε é o termo de erro.

Sobre esse modelo faz-se necessário destacar:

a) A variável lucro foi dividida pelo ativo total da empresa no período; esse procedimento visa reduzir o efeito do tamanho das empresas sobre a Persistência nos Lucros em diferentes empresas e setores; deste modo, obtém-se como variável para análise da Persistência nos Lucros o ROA – Retorno sobre o ativo. A expressão 7 passa, então, a ter a seguinte formulação:

$$ROA_{i,t} = \propto_i + \beta_1 . ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

(8.1)

Nota: Onde α_i => constante do modelo; $ROA_{i,t}$ => é a medida de retorno sobre ativo total de uma empresa i no período t; β => é o coeficiente de relação entre a variável explicativa e a variável explicada; e ε é o termo de erro.

O modelo teórico de Persistência nos Lucros foi desenvolvido sob a disponibilidade dos relatórios financeiros em períodos anuais. No entanto, conforme Pimentel e Aguiar (2012), os relatórios financeiros trimestrais divulgados pelas empresas podem constituir uma fonte de dados mais oportuna e precisa para estimação dos modelos de persistência.

De acordo com Pimentel e Aguiar (2012) e Kothari (2001), os relatórios financeiros trimestrais possuem propriedades específicas que tornam sua utilização essencial para os modelos de persistência, dos quais se destacam: (a) sazonalidade – as atividades de uma empresa podem ser marcadas por sazonalidades; períodos em que suas vendas são intensificadas, que se apresentam com mais evidência em relatórios trimestrais; (b) tempestividade – lucros trimestrais podem ser compreendidos pelo mercado como mais tempestivos, visto que podem servir de base para estimativas dos resultados anuais; (c) comparabilidade e relevância da informação – os padrões de contabilidade internacionais, já adotados no Brasil, determinam que os relatórios trimestrais devem compor o relatório financeiro anual; e (d) disponibilidade – a disponibilização de relatórios financeiros trimestrais aumenta potencialmente o conjunto de informações acessíveis para verificação e análise.

b) Conforme Pimentel e Aguiar (2012), outra métrica utilizada para Persistência nos Lucros baseia-se no modelo sazonal, conforme descrito na expressão 8.2, em função da possibilidade de a Persistência nos Lucros apresentar-se com sazonalidade significativa, seja em função de características individuais da empresa como seu ciclo operacional, ou mesmo em detrimento do setor econômico de atuação dessas empresas, como segue:

$$ROA_{i,t} = \propto_i + \beta_1 . ROA_{i,t-4} + \varepsilon_{i,t} \tag{8.2}$$

Nota: Onde α => constante do modelo; $\mathrm{ROA_{i,t}}$ => é a medida de retorno sobre ativo total de uma empresa i no período t; β => é o coeficiente de relação entre a medida de retorno sobre ativo total de uma empresa i no período t e período t-4; e ε é o termo de erro.

Todavia, além das razões já observadas acerca das séries temporais, destacam-se as seguintes considerações para a não utilização do modelo sazonal descrito na expressão 8.2 na presente pesquisa: i) modelos autorregressivos de ordem 4 podem apresentar significância estatística nas ordens anteriores. Sendo o período t-4 significativo ou não, os períodos t-1, t-2 e t-3 poderiam apresentar significância estatística, inclusive com sinal negativo, o que importaria em dificuldades de interpretação pela falta de literatura a esse respeito; ii) modelos de séries temporais são mais impactados por *outliers* do que os modelos por dados em painel.

Conforme Pimentel e Aguiar (2012) e Kothari (2001), empresas com Persistência nos Lucros são aquelas cujo coeficiente de relação entre os lucros anteriores e posteriores apresenta-se significativo, conforme coeficiente β_1 da expressão 8.1, por meio de modelos econométricos com séries temporais. No entanto, é notório que modelos de séries temporais, por analisarem empresas individualmente, distanciam-se da capacidade de captar diferentes aspectos e características que se apresentam entre empresas e setores específicos onde estão inseridas. Por essa razão, utilizou-se da técnica de dados em painel em todos os modelos de regressão desta pesquisa.

A pesquisa de Basu (1997) introduz nos estudos sobre a informatividade dos lucros os conceitos de lucros esperados e inesperados. Lucros esperados são os lucros previstos com base em informações do alinhamento entre a estratégia e o desempenho organizacional obtido. Já os lucros inesperados podem ser conceituados como aqueles que derivam de informações imprevistas, advindos de fatos inesperados ocorridos na gestão operacional ou financeira da organização. Ao se comparar o modelo de persistência proposto nesta pesquisa com os conceitos estabelecidos por Basu (1997), obtém-se o seguinte modelo exemplificativo:

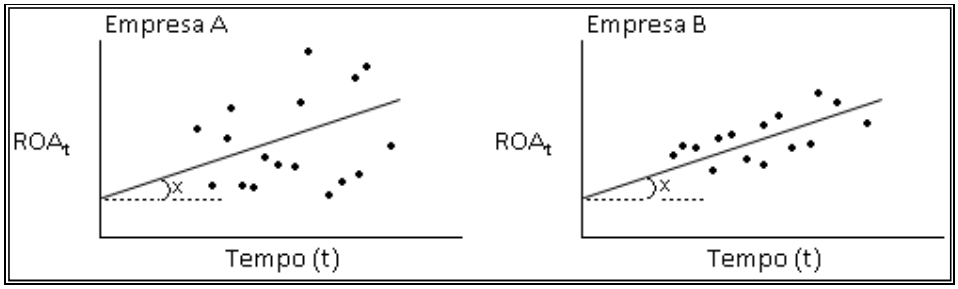
$$ROA_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 . ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8.1)$$

Lucro Esperado

Lucro inesperado

A compreensão de que o lucro inesperado reduz a capacidade preditiva do modelo tem como sustentação estatística o fato de que, quanto maiores forem os quadrados dos resíduos (representado pelo lucro imprevisto), menor será o coeficiente de ajuste do modelo (R^2). Teoricamente, quanto maior for a porção de lucros imprevistos sobre o lucro esperado, menor será a capacidade da empresa de prever lucros futuros. A Figura 7 ilustra essa relação:

Figura 7 - Modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários



Fonte: Elaborada pelo autor.

Observa-se na Figura 7 que os coeficientes angulares das retas que representam as empresas A e B são iguais (x). Analogamente, tomando como referência o coeficiente da reta como instrumento para métrica de Persistência nos Lucros, ambas as empresas apresentariam o mesmo nível de persistência. No entanto, ao verificar o comportamento dos resíduos de cada empresa (relação ROA/resíduos no tempo) a partir do pressuposto de que as relações destacadas na Figura 7 representem o mesmo processo das regressões por mínimos quadrados ordinários, é possível notar que apesar da igualdade dos coeficientes angulares das empresas, a Empresa B deve apresentar melhor coeficiente de ajuste do modelo (R^2) em função do menor distanciamento entre os resíduos e a reta projetada ao longo do tempo, ocasionando menor valor para a soma dos quadrados dos erros da empresa B em relação à empresa A.

De maneira similar, os resíduos da expressão 8.1 podem representar os lucros não esperados, conforme Basu (1997). Segundo o autor, o lucro esperado deveria ser obtido por meio das previsões dos analistas de mercado. No entanto, não há disponibilidade dessas informações para todas as empresas. Como alternativa para esses lucros esperados, utilizam-se os lucros previstos conforme apresentado no modelo descrito na expressão 8.1. Logo, para Basu (1997), o lucro não esperado é a diferença entre o lucro real obtido no período e o lucro previsto de acordo com o modelo especificado, equivalente aos resíduos do modelo. Dessa forma, a métrica de Persistência nos Lucros foi computada por meio dos resíduos obtidos na expressão 8.1. A parametrização dos dados elevou os resíduos ao quadrado, impossibilitando a soma dos valores negativos obtidos. Esses procedimentos não interferem no sentido e análise dos dados do estudo.

3.5.2 **Métrica do Gerenciamento de Resultados**

A métrica utilizada para o Gerenciamento de Resultados das empresas foi os *Accruals* discricionários. Como já definido no referencial teórico, os *accruals* são acumulações geradas em função do regime contábil de competência que gera a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional da firma. Conforme Martinez (2013) e Mazzioni et al. (2015), os *accruals* discricionários são as acumulações geradas sob o arbítrio do gestor da empresa. A utilização dos *Accruals* discricionários como variável *proxy* para o Gerenciamento de Resultados baseou-se nos estudos de Martinez (2013), Dutra e Costa (2014), Kothari, Leone e Wasley (2005), Machado, Martins e Miranda (2012), Mazzioni et al. (2015) e Ohlson (2014).

Estabelecido o conceito de *Accruals* discricionários, faz-se necessário estabelecer os procedimentos metodológicos para obtenção dos *accruals*. Conforme Ronen e Yaari (2008) e Martinez (2013), as últimas quatro décadas foram relevantes em relação ao desenvolvimento de pesquisas sobre Gerenciamento de Resultados baseados nos *accruals*. Segue descrito no Quadro 5 a evolução histórica apresentada por Ronen e Yaari (2008):

Quadro 5 - Parte da evolução histórica do Gerenciamento de Resultados – (continua)

Autor (es)	Desenvolvimento
Ronen e Sadan (1981)	Desenvolveram um modelo precursor no qual consideravam apenas as receitas de vendas como variável independente para explicar acumulações não discricionárias;
Healy (1985)	Apresenta um modelo que analisa os incentivos da administração para gerenciar os lucros para baixo quando sua remuneração marginal não depende mais deste lucro no período;
DeAngelo (1986)	Desenvolve um modelo em que os *accruals* não discricionários em determinado período são obtidos pela razão entre os *accruals* totais e os ativos totais de períodos anteriores;
Dechow e Sloan (1991)	Baseiam sua pesquisa no pressuposto de que a variação nos determinantes do *accruals* não discricionários é comum entre empresas de um mesmo setor econômico;
Jones (1991)	Assume que o Gerenciamento de Resultados pode ocorrer em função da discricionariedade gerencial acerca de determinados fatos contábeis que geram acumulações.

Fonte: Ronen e Yaari (2008).

Conforme Martinez (2013), as pesquisas brasileiras têm-se utilizado do modelo Jones (1991) com recorrência, suprimindo a proposição de modelos alternativos sobre o tema. Dessa forma, o modelo utilizado nesta pesquisa para medir os *accruals* discricionários diferencia-se por partir da composição e variação do capital de giro para discriminar as acumulações que transitam pelo caixa operacional ou estão associadas às variações de receitas operacionais. Tratando-se as acumulações de valores não relacionados a essa composição, verifica-se sua associação com manipulações financeiras. O modelo de *accruals* proposto neste estudo baseia-se nas pesquisas de Allen, Larson e Sloan (2013), Dichev (2015) e Ohlson (2014).

Conforme Dichev (2015), a partir do pressuposto de que os *accruals* não discricionários são relacionados ao crescimento das atividades operacionais da firma, a métrica dos *accruals* discricionários parte do seguinte modelo:

$$\Delta CG_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . FCO_{i,t+1} + \beta_2 . FCO_{i,t} + \beta_3 . FCO_{i,t-1} + \varphi_{i,t} \tag{9}$$

Nota: Onde ΔCG => Variação do Capital de giro líquido das disponibilidades no período t; FCO_{t+1}, FCO_t, FCO_{t-1} => Fluxos de caixa operacionais nos períodos t+1, t e t-1; β_0, β_1, β_2 e β_3 => intercepto e parâmetros dos Fluxos de caixa operacionais, respectivamente; e $\varphi_{i,t}$ => termo de erro (resíduos).

Para Dichev (2015), a principal função dos *accruals* é realocar os fluxos de caixa como componentes dos lucros através do tempo. Visto que os *accruals* não discricionários estão associados ao crescimento operacional da firma, segundo Dichev (2015) e Ohlson (2014), e que tal crescimento pode ser observado através da variação do capital de giro líquido das disponibilidades, é possível inferir que os fluxos de caixa operacionais significativos para explicarem a variação das atividades operacionais representam os *accruals* não discricionários, conforme expressão 9. A partir desse pressuposto teórico, depreende-se que os *accruals* discricionários são o componente φ (termo de erro da expressão 9), que é a parte não explicada da variação do capital de giro pelos fluxos de caixa operacionais derivados das atividades operacionais da firma (DICHEV, 2015; OHLSON, 2014).

Todavia, conforme Ohlson (2014), só é possível associar os *accruals* discricionários às práticas de Gerenciamento de Resultados se estes *accruals* não estiverem significativamente relacionados à variação da receita líquida da firma. O modelo proposto pela expressão 10 busca estabelecer a associação entre os *accruals* discricionários e a variação da receita líquida da firma como segue:

$$\varphi_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . \Delta RL_{i,t} + \omega_{i,t} \tag{10}$$

Nota: Onde $\varphi_{i,t}$ => representa o termo de erro da empresa i no período t obtido através da expressão xc; $\Delta RL_{i,t}$ => é a variação da Receita Líquida da empresa i no período t; e $\omega_{i,t}$ => termo de erro (resíduos).

De acordo com Ohlson (2014), os *accruals* discricionários podem impactar negativamente a Qualidade nos Lucros se não estiverem associados à variação da receita líquida da firma. Dessa forma, a parte dos *accruals* discricionários utilizados como métrica para Gerenciamento de Resultados nesta pesquisa será o termo de erro da expressão 10 (ω), que representa a parte não explicada dos *accruals* discricionários pela variação da receita líquida da firma.

É possível extrair conceitualmente, a partir da análise dessa expressão, que quanto melhor for o ajuste do modelo em que a variação dos *accruals* discricionários (φ) é explicada pela variação da primeira diferença das receitas líquidas da firma, menores serão os resíduos do modelo e, por consequência, menores serão os *accruals* discricionários não relacionados à variação do capital de giro e da receita da firma. Nessas condições, os *accruals* discricionários não explicados no modelo da expressão 10 estão relacionados às acumulações contábeis que retratam a discricionariedade dos gestores, o que possibilita a geração de relatórios financeiros manipulados gerencialmente.

A seção seguinte apresenta os critérios de parametrização das métricas de Persistência nos Lucros e de Gerenciamento de Resultados, visto que os dados financeiros utilizados para calcular essas métricas são trimestrais e precisaram ser anualizados em função da periodicidade anual de parte dos indicadores de mercado que expressam a Qualidade nos Lucros.

3.6 PARAMETRIZAÇÃO DA PERSISTÊNCIA NOS LUCROS E DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A Persistência nos Lucros e o Gerenciamento de Resultados são utilizados nos modelos apresentados nas seções seguintes como variáveis dependentes. Entretanto, destaca-se que os dados utilizados para obtenção dos valores de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados derivam de informações financeiras de periodicidade trimestral, enquanto parte dos indicadores de mercado utilizados como variáveis explicativas possuem periodicidade anual. Para efetuar a parametrização das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados foram calculados erros médios anuais para cada empresa a partir dos resíduos dos modelos apresentados nas expressões 8.1 e 10, conforme descrito abaixo nas expressões 11.1 e 11.2:

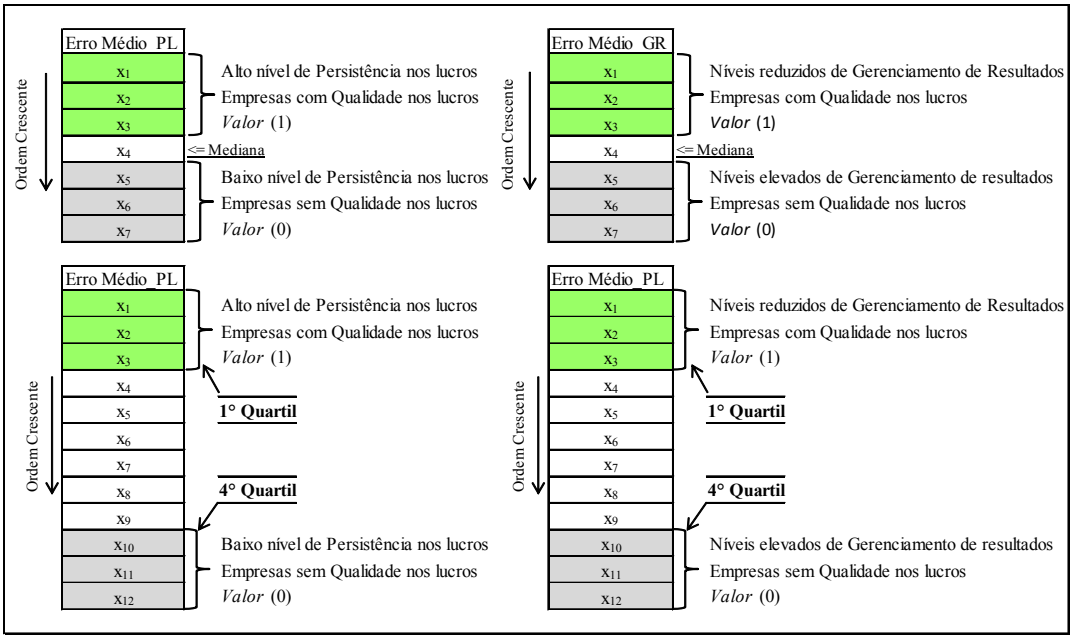
$$Erro\ Médio_PL_{i,} = \frac{\sum_{t=1}^{t=4}(\varepsilon_{i,t})^2}{\sqrt{n}} \tag{11.1}$$

$$Erro\ Médio_GR_{i,a} = \frac{\sum_{t=1}^{t=4}(\omega_{i,t})^2}{\sqrt{n}} \tag{11.2}$$

Nota: Em que Erro Médio_PL $_{i,a}$ => erro médio da Persistência nos Lucros calculado para empresa i no ano a; $\varepsilon_{i,t}$ => erro obtido pelo modelo de Persistência nos Lucros da empresa i no trimestre t; Erro Médio_GR $_{i,a}$ => erro médio dos *Accruals* discricionários calculado para empresa i no ano a; $\omega_{i,t}$ => erro obtido pelo modelo de *Accruals* da empresa i no trimestre t; n => quantidade de trimestres com observações válidas.

Os modelos utilizados para obtenção da Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados analisam a relação dos dados financeiros em períodos subsequentes. Por essa razão, o período do ano de 2010 apresenta 1 (um) conjunto de informações trimestrais a menos que os demais períodos. Os erros médios anuais de Persistência e Gerenciamento obtidos foram ordenados de forma crescente. A partir dessa ordenação foram estabelecidos os pontos de corte pela mediana e por quartis, como ilustra a Figura 8:

Figura 8 - Classificação da Qualidade nos Lucros pelos atributos

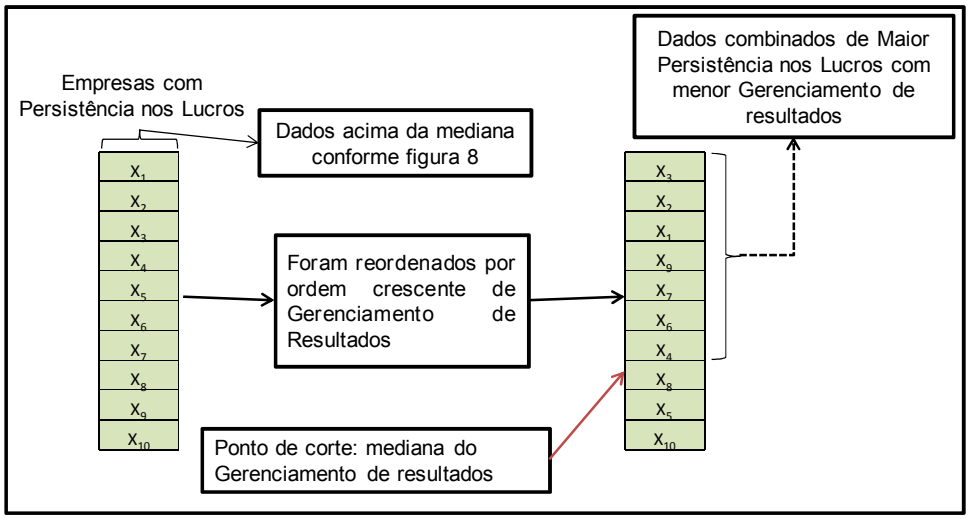


Fonte: Elaborada pelo autor.

A classificação descrita na Figura 8 foi realizada para ambas as métricas, Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados. Faz-se necessário destacar que a utilização da mediana como ponto de corte para discriminação da Qualidade nos Lucros permite a manutenção de todas as observações disponíveis para os modelos testados nesta pesquisa. Todavia, os dados em torno da mediana tendem a dificultar o poder discriminatório em regressões logísticas em função da similaridade de suas características. Assim, a discriminação dos dados obtidos de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados pelo primeiro e último quartis permite isolar os dados de Qualidade nos Lucros das empresas com maior precisão, além de constituir um teste confirmatório para os dados separados pela mediana.

A discriminação da Qualidade nos Lucros utilizada na análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados foi realizada conforme ilustram as Figuras 9 e 10:

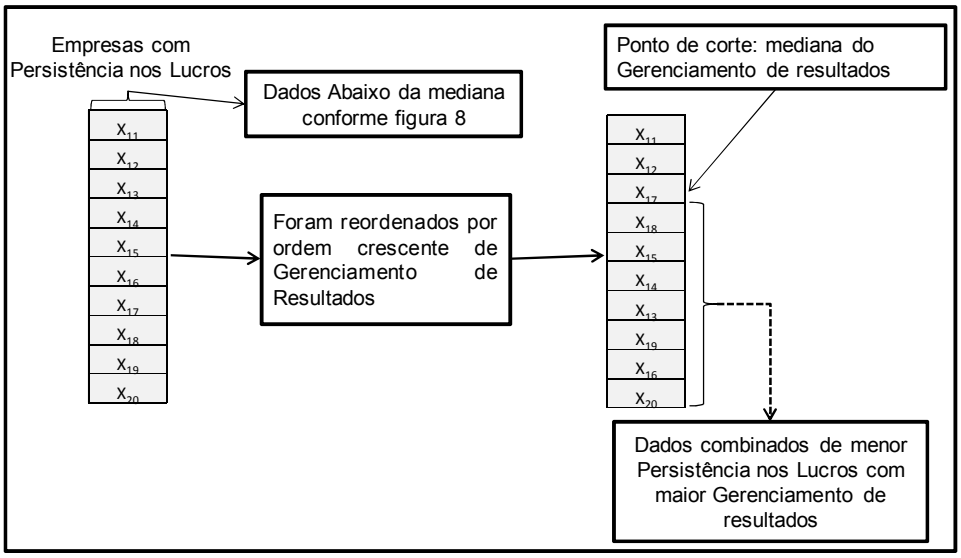
Figura 9 - Atributos combinados para empresas com Qualidade nos Lucros



Fonte: Elaborada pelo autor.

A Figura 9 ilustra os procedimentos para obtenção das empresas com Qualidade nos Lucros a partir da análise combinada dos atributos. Os dados de Persistência nos Lucros acima da mediana da Figura 8 foram reordenados em ordem crescente de Gerenciamento de Resultados. A partir dessa reordenação, o ponto de corte estabelecido foi a mediana das observações de Gerenciamento de Resultados da Figura 8. Desse modo, obteve-se as empresas com Qualidade nos Lucros representadas pelos maiores níveis de Persistência nos Lucros e menores níveis de Gerenciamento de Resultados. A Figura 10 representa essa mesma sequência de procedimentos para discriminação das empresas sem Qualidade nos Lucros.

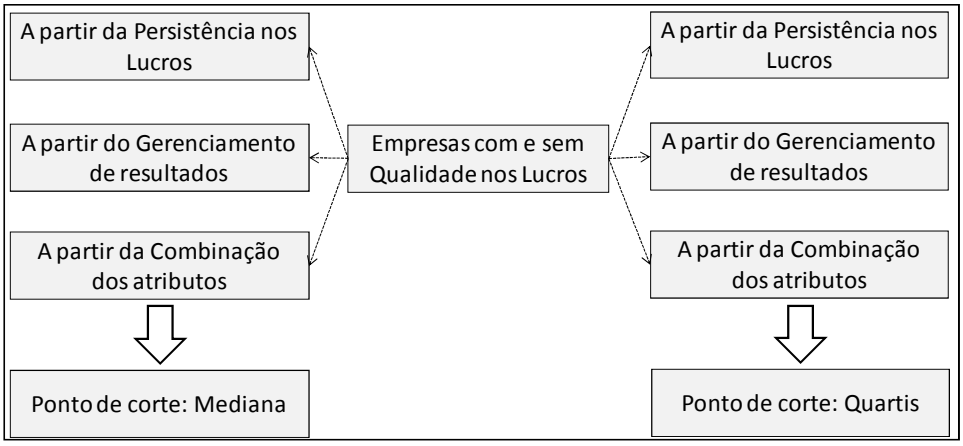
Figura 10 - Atributos combinados para empresas sem Qualidade nos Lucros



Fonte: Elaborada pelo autor.

Os mesmos procedimentos foram adotados para discriminação das empresas com e sem Qualidade nos Lucros, a partir do ponto de corte nos quartis. A partir desses procedimentos foram obtidas as seguintes variáveis dependentes:

Figura 11 - Qualidade nos Lucros - Variáveis dependentes



Fonte: Elaborada pelo autor.

A seção seguinte dedica-se à apresentação dos indicadores de mercado utilizados como variáveis explicativas nos modelos de regressão logística apresentados nas seções 3.8 e 3.9.

3.7 INDICADORES DE QUALIDADE NOS LUCROS DO MERCADO

A análise dos objetivos desta pesquisa deu-se por meio de regressões logísticas binárias. Nelas, avalia-se a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros discriminada pela análise isolada e combinada de seus atributos em função de indicadores de mercado que expressam a Qualidade nos Lucros. Esta seção apresenta a operacionalização dos indicadores de mercado utilizados como variáveis explicativas nos modelos de Qualidade nos Lucros.

Nesta pesquisa foram utilizadas duas variáveis que refletem o valor de mercado de uma empresa: Valor de Mercado e Índice Preço/Lucro (MORCK; SHLEIFER E VISHNY, 1988; MCCONNEL E SERVAES, 1990 e LA PORTA et al*.,* 2000a, 2002). O Valor de Mercado representa o preço das ações ordinárias e preferências multiplicado pela quantidade dessas mesmas ações emitidas pela empresa. O Valor de Mercado das empresas foi ponderado pelo ativo total com o objetivo de reduzir o impacto do tamanho da empresa sobre esse valor. Destaca-se que o valor do patrimônio líquido não foi utilizado para redução do efeito do tamanho da empresa em relação ao Valor de Mercado, pois algumas empresas apresentam patrimônio líquido negativo, o que causaria dificuldade para interpretação da variável ou retirada da empresa da amostra.

O Índice Preço/Lucro é a razão entre o preço da ação e o lucro divulgado por ação. Se as empresas de maior Qualidade nos Lucros tendem a lucros mais persistentes com menor variabilidade e, sabendo que o mercado precifica positivamente na ação esse resultado, é possível esperar que haja nas empresas de maior Qualidade nos Lucros valores maiores do Índice Preço/Lucro quando ocorrem maior Persistência nos Lucros sem Gerenciamento de Resultados.

Como já apresentado na fundamentação teórica, a relação entre o endividamento e a Qualidade nos Lucros foi operacionalizada por meio das variáveis Custo da Dívida e Restrições financeiras. O Custo da Dívida foi calculado como a razão entre as despesas financeiras subtraídas dos juros sobre capital próprio e a dívida total da

empresa. Já os efeitos das Restrições financeiras sobre a Qualidade nos Lucros, conforme Demonier (2013), pode ser obtido por meio da variável *dummy* construída a partir dos critérios apresentados no Quadro 6. A classificação das empresas apresentou os seguintes critérios: a empresa foi classificada como em condição de Restrição Financeira quando todos os critérios descritos no Quadro 6 foram atendidos (condição verdadeira). As demais empresas foram classificadas como sem Restrições financeiras. Seguem abaixo os critérios:

Quadro 6 - Critérios de identificação das empresas com Restrição Financeira

Critério	Descrição	Fundamentação
Variação positiva de saldo de disponibilidade	(Caixa e equivalente de caixa + investimento de Curto Prazo)$_{it}$ - (Caixa e equivalente de caixa + investimento de Curto Prazo)$_{it-1}$	Seguindo Almeida, Campello e Weisbach (2004)as empresas que apresentam um alto grau de Restrições Financeiras tendem a armazenar maiores valores em caixa no intuito de se resguardarem de possíveis imprevistos, uma vez que, caso haja a necessidade de caixa, tomar recursos de fontes externas seria mais oneroso.
Variação negativa ou nula de investimento em imobilizados	(Imobilizado + Depreciação)$_{it}$ - (Imobilizado + Depreciação)$_{it-1}$	Conforme Cleary (1999), a empresa com Restrição Financeira evita fazer investimentos com recursos próprios, para, em caso de necessidade, não ser obrigada a arcar com altos custos de capital.
Variação negativa ou nula de distribuição de dividendos	(distribuição de dividendos + JCP)$_{it}$ / LL$_{i,t}$) - (distribuição de dividendos + JCP)$_{it-1}$/ LLi$_{t-1}$)) -	Conforme Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), as empresas com restrições tendem a reter uma fatia maior do lucro, com o intuito de cobrirem possíveis imprevistos, uma vez que, para essas empresas, o custo do capital próprio é menor do que o custo do capital externo.

Fonte: Conforme apresentado por Demonier (2013).
Nota: (JCP) Juros sobre capital próprio; (LL) Lucro líquido.

A partir da relação teórica estabelecida entre a Governança Corporativa e a Qualidade nos Lucros, na qual a adoção de práticas diferenciadas de Governança pelas empresas pode mitigar o conflito de agência, adotou-se nesta pesquisa como *proxy* para Governança Corporativa uma variável *dummy* que assume valor igual a um (1) para as empresas integrantes do nível Novo Mercado, segmento diferenciado de Governança Corporativa com maior nível de exigência da B3, e zero (0) para as demais empresas.

O Quadro 7 apresenta os cálculos e informações necessárias para obtenção dos indicadores de mercado utilizados como variáveis explicativas dos modelos de Qualidade nos Lucros:

Quadro 7 - Variáveis independentes dos modelos logísticos

Abreviação	Nomenclatura	Definição (Métrica)
VM	Valor de Mercado	$\frac{\text{Quantidade de ações} * \text{Preço}}{\text{Ativo Total}}$
IPL	Índice Preço/Lucro	$\frac{\text{Preço da ação Ordinária}}{\text{Lucro por ação}}$
CD	Custo da Dívida	$\frac{\text{Despesas Financeiras} - \text{Juros sobre capital próprio}}{\text{Dívida Total}}$
GC	Governança Corporativa	Variável *dummy* - 1 empresas do Novo Mercado; 0 demais empresas
RF	Restrição Financeira	*Dummy* p/ empresas com restrições financeiras

Fonte: Baseado em pesquisas anteriores.

A seção 3.8 descreve os modelos de Qualidade nos Lucros a partir da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados.

3.8 MODELOS DE PERSISTÊNCIA NOS LUCROS E DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A análise da Qualidade nos Lucros a partir da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados foi realizada baseada nos seguintes objetivos específicos: i) verificar a eficiência da Persistência nos Lucros enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; e ii) verificar a eficiência do Gerenciamento de Resultados enquanto atributo da Qualidade nos Lucros. A verificação da eficiência destacada nestes objetivos específicos foi analisada por meio da probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros do respectivo atributo em função dos indicadores de mercado que expressam esta mesma qualidade. A operacionalização desta análise ocorreu por meio dos modelos apresentados nas expressões 12 e 13:

$$\frac{prob}{QL_{PL}\left(\frac{0}{1}\right)}_{it} = \frac{1}{1 + e^{(\propto_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}} \tag{12}$$

$$\frac{prob}{QL_{GR}\left(\frac{0}{1}\right)}_{it} = \frac{1}{1 + e^{(\propto_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}} \quad (13)$$

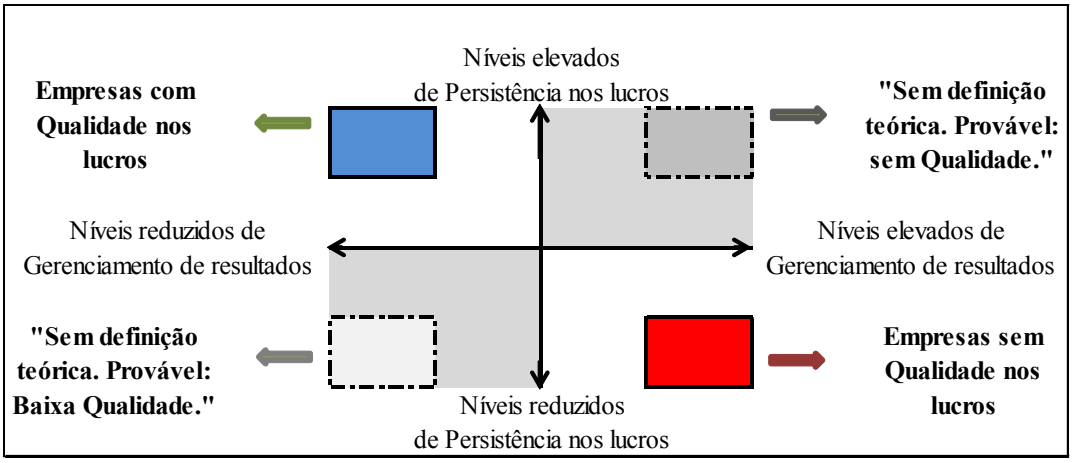
Nota: Em que $\mathrm{Prob/QL_{PL}}\left(\frac{0}{1}\right)$ e $\mathrm{Prob/QL_{GR}}\left(\frac{0}{1}\right)$ representam a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros (1) em relação à não ocorrência (0) baseada nas métricas de Persistência nos Lucros (PL) e no Gerenciamento de Resultados (GR) em ambos os cortes (mediana e quartis).
(i) empresa observada; (t) período trimestral observado; (QL) Qualidade nos Lucros {0 para empresas sem qualidade; 1 para empresas com qualidade}; (VM) valor de Mercado da empresa ponderado pelo ativo total da mesma; (IPL) Índice de Preço por unidade de Lucro por ação; (CD) Custo da Dívida da empresa; (GC) variável *dummy* para Governança Corporativa {1 para empresas do Novo Mercado; 0 para as demais empresas}; (RF) Risco financeiro {1 para empresas em condição de risco; 0 para as demais empresas}.

Os modelos apresentados nas expressões 12 e 13 possuem como variável dependente a Qualidade nos Lucros baseada, respectivamente, na Persistência nos Lucros e no Gerenciamento de Resultados, e como variáveis explicativas, os indicadores de mercado.

3.9 MODELO DE ANÁLISE COMBINADA DOS ATRIBUTOS DA QUALIDADE NOS LUCROS

A partir do fundamento teórico de que as práticas de Gerenciamento de Resultados podem ser utilizadas com o intuito de mascarar os resultados contábeis (OHLSON, 2014), escondendo dos investidores a verdadeira posição contábil-financeira da empresa (BEASLEY et al., 2000; DECHOW; SKINNER, 2000), e de que essas manipulações podem ter como objetivo encobrir variações inesperadas nos lucros obtidos reduzindo sua variabilidade, tornando-os artificialmente mais persistentes ao longo do tempo (PEASNELL; POPE; YOUNG 2000; ROYCHOWDHURY, 2006), esta pesquisa propõe um modelo de análise da Qualidade nos Lucros com objetivo de testar a hipótese de que a análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados é mais eficiente para verificação da Qualidade nos Lucros das empresas do que a análise isolada destes atributos. Segue na Figura 12 a representação desta análise combinada:

Figura 12 - Análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros



Fonte: Elaborada pelo autor.

O resultado esperado para a análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros é que os indicadores de mercado que expressam a Qualidade nos Lucros a partir da empresa e dos investidores sejam capazes de discriminar com maior probabilidade de ocorrência as empresas com e sem Qualidade nos Lucros. Assim, espera-se que o modelo proposto na expressão 14 apresente probabilidade de ocorrência, adequação e ajustes superiores aos apresentados nos modelos descritos nas expressões 12 e 13, que tratam da análise isolada dos atributos da Qualidade nos Lucros. A expressão 14 apresenta o modelo que testa a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros das empresas discriminadas pela análise combinada da Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados em função de indicadores de mercado, baseados em informações das empresas e respostas dos investidores, que expressam a Qualidade nos Lucros, como segue:

$$\frac{prob}{QL_{PL_GR}\left(\frac{0}{1}\right)}_{it} = \frac{1}{1 + e^{(\propto_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}} \tag{14}$$

Nota: Em que, $\mathrm{Prob/QL_{interação}}\left(\frac{0}{1}\right)$ representa {1 para empresas com maiores níveis de Persistência nos Lucros e menores níveis de *Accruals*, portanto, com Qualidade nos Lucros; e 0 empresas com menores níveis de Persistência nos Lucros e maiores níveis de *Accruals*, portanto, sem Qualidade nos Lucros.

Os modelos de análise da Qualidade nos Lucros descritos nas expressões 12, 13 e 14 utilizam como variáveis dependentes a Persistência nos Lucros, o Gerenciamento de Resultados e a análise combinada da Persistência com o Gerenciamento, respectivamente, conforme demonstrado na parametrização dos dados. Todos esses modelos foram analisados com as variáveis dependentes discriminando as empresas em com e sem Qualidade nos Lucros, utilizando como critério para o ponto de corte a mediana e o primeiro e o último quartis dos dados.

3.10 INDICADORES PARA ANÁLISE DE DESEMPENHO DOS MODELOS

Obtidos os resultados dos modelos de Qualidade nos Lucros, fez-se necessário verificar e comparar seus desempenhos. Para tanto, foram utilizados os seguintes indicadores:

I. **Teste qui-quadrado (x^2)**: Este teste permite verificar a significância estatística do modelo. Conforme Fávero e Belfiore (2017), a estatística qui-quadrado (X^2) verifica a divergência entre uma Tabela de contingência observada e uma esperada, baseando-se na hipótese nula de que não há associação entre as variáveis estudadas.

II. **Teste de Hosmer e Lemeshow**: Este teste possibilita a verificação do ajuste do modelo por meio da comparação das frequências observadas e das esperadas. Conforme Fávero e Belfiore (2017), o teste verifica a associação entre os dados observados e a probabilidade de ocorrência dos dados estimados por meio de um teste qui-quadrado, cuja hipótese nula é a de que as frequências esperadas e observadas são iguais.

III. **Teste de coeficientes de modelo Omnibus**: Segundo Fávero e Belfiore (2017), este teste verifica a significância estatística dos coeficientes obtidos no modelo, testando que a hipótese nula de todos é igual a zero.

IV. **Pseudo-R^2 de Nagelkerke**: De acordo com Fávero (2014), este indicador assemelha-se ao R^2 utilizado em modelos por mínimos quadrados ordinários.

Todavia, em modelos de regressão logística, o Pseudo-R^2 de Nagelkerke deve ser utilizado como instrumento de comparação de desempenho entre modelos, sendo sua amplitude de 0 a 1.

V. **Tabela de Classificação**: Conforme Fávero e Belfiore (2017), na Tabela de classificação é possível observar a eficiência global do modelo e comparar este resultado à melhor classificação que poderia ser obtida sem a existência do modelo testado e com o resultado de outros modelos. Compreende-se por eficiência global o percentual de acerto geral do modelo testado.

VI. **Curva ROC**: Segundo Fávero (2014), a curva ROC (*Receiver Operating Characterstic*) é uma medida sobre a capacidade de o modelo discriminar as categorias da variável dependente. Através da Curva ROC é possível comparar a eficiência de diferentes modelos de regressão logística, sendo essa comparação de desempenho por meio da análise da área sob a curva (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Segundo Fávero e Belfiore (2017), quanto maior for a área sob a curva ROC, melhor será a capacidade do modelo estimado para efeito de previsão. Para análise da eficiência dos modelos devem ser considerados os seguintes parâmetros sob a curva ROC: para área menor ou igual a 0,5 o modelo não é capaz de discriminar as categorias; para área maior que 0,5 e menor ou igual a 0,8 o modelo possui poder discriminatório aceitável; e para área maior que 0,8 o modelo pode ser considerado de excelente poder discriminatório.

VII. **Testes AIC e BIC**: Os testes Critério de Informação de Akaike (AIC) e Critério de Informação Bayesiano (BIC) visam a correção de vieses em função da inserção de um maior número de variáveis independentes no modelo. Os valores de AIC e BIC são menores para os modelos com maior parcimônia na utilização de variáveis explicativas. Conforme Gujarati e Porter (2011), ao serem comparados dois ou mais modelos, o modelo com o valor mais baixo de AIC e BIC é preferido.

A partir dos resultados obtidos com os testes de significância, adequação e desempenho dos modelos, fez-se a análise das relações propostas baseando-se fundamentalmente nos objetivos e hipótese de pesquisa. A análise dos indicadores de desempenho dos modelos ocorreu na sequência estabelecida no Quadro 8:

Quadro 8 - Modelos de Qualidade nos Lucros analisados

Medida Separatriz	Modelo de Qualidade nos Lucros	Número do modelo para análise	Expressão
Mediana	Persistência nos Lucros	1	12
	Gerenciamento de Resultados	2	13
	Análise combinada dos atributos	3	14
Quartil	Persistência nos Lucros	4	12
	Gerenciamento de Resultados	5	13
	Análise combinada dos atributos	6	14

Fonte: Elaborado pelo autor.

As seções seguintes apresentam os resultados dos modelos analisados e as considerações finais da pesquisa.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os dados coletados para esta pesquisa são referentes a 205 empresas listadas na B3, conforme apresentado no Anexo A. Observa-se na Tabela 1 que todos os setores econômicos, conforme classificação da B3, são representados na amostra desta pesquisa.

Tabela 1 - Distribuição das empresas analisadas por setor econômico

Setor	N° Empresas	Frequência (%)
Bens Industriais	38	18.54
Consumo Cíclico	53	25.85
Consumo não-Cíclico	17	8.29
Financeiro e Outros	20	9.76
Materiais Básicos	24	11.71
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	1.95
Saúde	7	3.41
Tecnologia da Informação	4	1.95
Telecomunicações	4	1.95
Utilidade Pública	34	16.59
Total	**205**	**100**

Fonte: Dados da pesquisa.

A primeira etapa da análise dos dados consistiu em calcular as variáveis Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados conforme destacado na seção Metodologia da Pesquisa. Na Tabela 2 é possível observar os resultados dos testes realizados para escolha da abordagem de dados em painel com melhor adequação aos dados desta pesquisa. Verifica-se nos resultados que a abordagem por Efeitos Fixos se mostrou mais adequada aos três modelos utilizados para o cálculo das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados.

Tabela 2 - Resultados dos testes de adequação de dados em painel

Descrição	Teste Breusch-Pagan LM (X^2)	Teste De Hausman (X^2)	Teste de Chow (X^2)	Modelo Selecionado
Modelo_PL	0.001	813.86***	4.7*	Efeitos Fixos
Modelo_GR_$_{etapa1}$	-	-	1.21**	Efeitos Fixos
Modelo_GR_$_{etapa2}$	13.01*	0.001	1.37*	Efeitos Fixos

Fonte: Dados da pesquisa.
Nota: Modelo_PL => ($\mathrm{ROA}_{i,t} = \propto_i + \beta_1 . \mathrm{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$).
Modelo_GR_$_{etapa1}$ => ($\Delta \mathrm{CG}_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . \mathrm{FCO}_{i,t+1} + \beta_2 . \mathrm{FCO}_{i,t} + \beta_3 . \mathrm{FCO}_{i,t-1} + \phi_{i,t}$);
Modelo_GR_$_{etapa2}$ => ($\phi_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . \Delta \mathrm{RL}_{i,t} + \omega_{i,t}$);
Teste Breusch - Pagan LM (X^2)=> H_0: Modelo POLS; H_1: Efeitos aleatórios;
Teste De Hausman (X^2) => H_0: Efeitos aleatórios; H_1: Efeitos fixos;
Teste de Chow (X^2) => H_0: Modelo POLS; H_1: Efeitos fixos.
(PL) Persistência nos Lucros; (GR_$_{etapa1}$) Gerenciamento de Resultados etapa 1, conforme expressão 9; (GR_$_{etapa2}$) Gerenciamento de Resultados etapa 2, conforme expressão 10;
*P-Valor<0,01; **P-valor<0,05; ***P-valor<0,10.

Na Tabela 3 são apresentados os resultados dos modelos descritos nas expressões 8.1, 9 e 10 utilizados para o cálculo das métricas de Qualidade nos Lucros. Observa-se que o modelo de Persistência nos Lucros apresentou significância estatística, dado que o coeficiente da variável explicativa ROA_{t-1} é significativamente diferente de zero, conforme estatística f apresentada (Prob > F = 0,000). Observa-se ainda que o Modelo_GR_$_{etapa1}$ apresentou-se significativo estatisticamente e que apenas a variável FCO_{t-1} (Fluxo de Caixa Operacional no período t-1) não se apresentou significativa. Contudo, o Modelo_GR_$_{etapa2}$ não apresentou significância estatística a partir da abordagem por Efeitos Fixos. Esse resultado não é compreendido como relevante para interferir na continuidade da pesquisa, visto que o modelo está sendo utilizado somente para o cálculo da variável Gerenciamento de Resultados, sem qualquer utilização de seus parâmetros para realização de inferências estatísticas.

Tabela 3 - Resultados dos modelos utilizados para obtenção das variáveis Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados

Variáveis		Abordagem por Efeitos Fixos+	Prob > F
Dependentes	**Independentes**		
ROA *Modelo_PL* (Expressão 8.1)	Constante	0.3766883* (0.0537554)	0.0000
	ROA_{t-1}	0.1755183* (0.0145542)	
ΔCG *Modelo_GR_passo1* (Expressão 9)	Constante	0.0401666 (0.0589222)	0.017
	FCO_{t-1}	-1.32E-14 (3.01e-11)	
	FCO_t	5.70e-11** (2.89e-11)	
	FCO_{t+1}	-6.59E-11** (3.19e-11)	
Accruals discricionários *Modelo_GR_passo2* (Expressão 10)	Constante	0.00 (0.05134)	0.7966
	ΔRL	-0.0083769 (0.03249)	

Fonte: Dados da pesquisa.
Nota: (+) coeficientes apresentados sem parênteses e erro padrão entre parênteses; (Prob>F) Estatística F para significância do modelo apresentado por P-Valor; (PL) Persistência nos Lucros; Modelo_PL => $(ROA_{i,t} = \propto_i + \beta_1 . ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t})$; *(GR_etapa1)* Gerenciamento de Resultados etapa 1, conforme expressão 9; Modelo_GR_passo1 => $(\Delta CG_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . FCO_{i,t+1} + \beta_2 . FCO_{i,t} + \beta_3 . FCO_{i,t-1} + \varphi_{i,t})$; *(GR_passo2)* Gerenciamento de Resultados etapa 2, conforme expressão 10; Modelo_GR_etapa2 => $(\varphi_{i,t} = \beta_i + \beta_1 . \Delta RL_{i,t} + \omega_{i,t})$; (ROA) Retorno sobre ativo total; (FCO) Fluxo de Caixa Operacional; (ΔCG) Variação do Capital de Giro; (ΔRL) Variação da Receita Líquida; Os *Accruals* discricionários apresentados como variável dependente do Modelo_GR_etapa2 equivalem ao termo de erro da expressão 9; *P-Valor<0,01; **P-valor<0,05; ***P-valor<0,10.

Os resíduos do Modelo_PL e Modelo_GR_passo2, conforme expressões 8.1 e 10, foram coletados para padronização do período de análise conforme apresentado nas expressões 11.1 e 11.2. Após essa padronização, as empresas foram classificadas em ordem crescente de Erro Médio (tanto pela Persistência nos Lucros quanto pelo Gerenciamento de Resultados) e separadas por suas medianas e quartis. Esse processo permitiu discriminar as empresas em com e sem Qualidade nos Lucros a

partir da utilização dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados separadamente.

A partir da separação das empresas em com e sem Qualidade nos Lucros, os dados foram utilizados nos modelos de regressão logística apresentados nas expressões 12 e 13, em que se analisa a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros por meio das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados isoladamente. As expressões 12 e 13 foram analisadas pelos modelos 1, 2, 4 e 5, conforme apresentado nas seções seguintes.

Nos modelos 1 e 2 as empresas com e sem Qualidade nos Lucros são separadas nas variáveis Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados por meio da mediana dos dados de análise. Nos modelos 4 e 5 a separação é feita por quartis, em que apenas o primeiro e último quartis são utilizados nos modelos. Na Tabela 4 são apresentadas as frequências dos dados referentes à Qualidade nos Lucros nas empresas como utilizados nos modelos de análise combinada.

Tabela 4 - Quantidade de observações para os modelos de análise combinada dos atributos

Descrição dos dados	**N° de Observações a partir das (os)**		**Frequência (%)**	
	Medianas	**Quartis**	**Mediana**	**Quartis**
Empresas com Qualidade nos Lucros (1)	400	156	27,87%	10,87%
Empresas sem Qualidade nos Lucros (0)	397	152	27,67%	10,59%
Total	**797**	**308**	**55,54%**	**21,46%**

Fonte: Dados da pesquisa.

As observações apresentadas na Tabela 4 foram utilizadas no modelo de regressão logística binária conforme expressão 14. Esse modelo verifica a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros das empresas, sendo a discriminação das empresas em com e sem qualidade realizada por meio da análise combinada da Persistência nos Lucros e de Gerenciamento de Resultados. De acordo com o Quadro 8, os modelos 3 e 6 representam a verificação da eficiência desta análise

combinada, sendo o modelo 3 com corte dos dados pela mediana e o modelo 6 com corte dos dados pelos quartis.

É possível verificar na Tabela 4 uma redução de aproximadamente 50% nos dados utilizados nos modelos de análise combinada dos atributos. Esse fato ocorreu porque o interesse deste modelo é buscar entre as empresas com maiores níveis de Persistência nos Lucros aquelas com menores níveis de Gerenciamento de Resultados, e entre as empresas com menores níveis de Persistência nos Lucros aquelas com maiores níveis de Gerenciamento de Resultados. Os dados situados entre esses dois grupos não foram analisados, visto que o objetivo específico desta análise é identificar as empresas com e sem Qualidade nos Lucros por meio da análise combinada dos atributos, não discriminando as observações intermediárias.

Na Tabela 5 destaca-se ainda a estatística descritiva das variáveis independentes utilizadas nos modelos econométricos. Vale ressaltar que as variáveis Governança Corporativa e Risco Financeiro são do tipo categóricas (*dummy*/1 ou 0) e por isso não apresentam informações sobre média, desvio padrão e variância.

Tabela 5 - Estatística descritiva dos dados

Variáveis	N° Obs. Válidas	Média Geral	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Variância
Valor de Mercado (VM)	1302	0.7702	0.0000	26.6718	1.2048	1.4517
Índice Preço/Lucro (IPL)	1075	19.7971	0.3000	158.6300	25.1894	634.5082
Custo da Dívida (CD)	1324	35.1477	0.0000	996.1400	85.0132	7227.2490
Governança Corporativa (GC)	1435	-	0	1	-	-
Risco financeiro (RF)	1435	-	0	1	-	-

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 6 apresenta os resultados referentes aos testes de diferença de média das variáveis explicativas Valor de Mercado, Índice Preço/Lucro e Custo da Dívida para cada atributo da Qualidade nos Lucros. A diferença de média testada nas variáveis explicativas deu-se entre as empresas com e sem Qualidade nos Lucros. Observa-se que apenas a diferença de média da variável Índice Preço/Lucro na métrica de

Gerenciamento de Resultados não apresentou significância estatística a pelo menos 10%. É possível verificar ainda que a média do Valor de Mercado das empresas com Qualidade nos Lucros pelo atributo da Persistência nos Lucros é menor do que a média das empresas sem Qualidade nos Lucros. Na seção 4.2 são apresentadas discussões teóricas sobre os resultados das relações entre as variáveis dependentes e a Qualidade nos Lucros.

Tabela 6 - Resultado dos testes de diferença entre as médias das variáveis explicativas

Descrição	**Amostra**	**Persistência nos Lucros**		**G. de Resultados**	
		Mediana	**Quartis**	**Mediana**	**Quartis**
VM	com Q.L	0.5775	0.5219	0.8438	0.8925
	sem Q.L	0.9733	1.1581	0.6948	0.6890
	P-Valor (diferença)	*0.0000*	*0.0000*	*0.0256*	*0.0851*
IPL	com Q.L	21.3066	24.0661	19.5510	19.3742
	sem Q.L	17.8171	18.1375	20.0921	20.3987
	P-Valor (diferença)	*0.0244*	*0.0178*	*0.7259*	*0.6750*
CD	com Q.L	50.9261	16.8567	30.1258	40.0908
	sem Q.L	20.2478	69.4785	40.3394	50.4261
	P-Valor (diferença)	*0.0000*	*0.0000*	*0.0288*	*0.0568*

Fonte: Dados da pesquisa.
Nota: (Q.L) Qualidade nos Lucros; (VM) Valor de Mercado ponderado pelo ativo total; (IPL) Índice Preço/Lucro; (CD) Custo da Dívida. Foi utilizado o teste t de *Student* para avaliar a diferença entre as médias das variáveis independentes em relação à Qualidade nos Lucros.

Ainda é possível verificar na Tabela 6 que o Índice Preço/Lucro se comporta como esperado em relação ao atributo da Persistência nos Lucros, com média significativamente maior para empresas com Qualidade nos Lucros. Na variável Custo da Dívida percebe-se que a elevada variância apresentada na Tabela 5 pode ser responsável pela significativa diferença em sua média em relação ao atributo da Persistência nos Lucros. Esperava-se que a média do Custo da Dívida nas empresas com Qualidade nos Lucros fosse significativamente menor do que em empresas sem Qualidade nos Lucros, conforme resultado obtido pelo atributo do Gerenciamento de Resultados.

A Tabela 7 apresenta o resultado do teste de correlação entre as variáveis qualitativas Governança Corporativa e Risco Financeiro utilizadas nos modelos de Qualidade nos Lucros. Para testar essa correlação foi utilizado o coeficiente V de Cremer, que, conforme Fávero e Belfiore (2017), é uma medida de associação entre variáveis nominais baseada na estatística qui-quadrado (X^2). É possível observar que a hipótese nula de que há associação significativa entre essas variáveis pode ser rejeitada, o que permite a utilização dessas duas variáveis como explicativas em um mesmo modelo, sem o problema de multicolinearidade.

Tabela 7 - Teste de associação entre variáveis explicativas qualitativas

Variáveis	**Coeficiente V de Cremer**	**P-Valor**
Governança Corporativa x Risco Financeiro	0.025	0.352

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.

Na Tabela 8 é possível observar a matriz de correlação entre as variáveis explicativas quantitativas utilizadas nos modelos desta pesquisa. Nota-se que os níveis de correlação entre as variáveis analisadas não possuem significância estatística.

Tabela 8 - Teste de correlação entre variáveis explicativas quantitativas

Variáveis	***Market Value*/Ativo Total**	**Índice Preço/Lucro**	**Custo da Dívida**
Market Value/Ativo Total	1	-	-
Índice Preço/Lucro	-0.0314 (0.3183)	1	-
Custo da Dívida	-0.0264 (0.3567)	-0.0254 (0.4248)	1

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: P-valor do teste de correlação entre parênteses ( ).

A partir da seção seguinte serão apresentados os resultados dos testes realizados referentes aos modelos de Qualidade nos Lucros propostos nesta pesquisa.

4.1 ANÁLISE DOS MODELOS DE QUALIDADE NOS LUCROS

A fundamentação teórica apresentada nesta pesquisa sobre a relação entre os atributos da Qualidade nos Lucros e os indicadores de mercado que expressam esta qualidade sugere os sinais esperados apresentados na Tabela 9. Nessa Tabela, a coluna Resultados apresenta os sinais obtidos a partir dos modelos, destacados nas expressões 12, 13 e14, que testam a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros pela Persistência nos Lucros, Gerenciamento de Resultados e combinação destes atributos, respectivamente. A probabilidade de ocorrência medida é obtida em função do poder discriminatório dos indicadores Valor de Mercado, Índice Preço/Lucro, Custo da Dívida, Governança Corporativa e Restrição Financeira sobre a Qualidade nos Lucros.

Destaca-se no resultado apresentado na Tabela 9 que nos três modelos testados, seja pela utilização da mediana ou dos quartis como ponto de corte, os sinais obtidos foram os mesmos. Destaca-se ainda que apenas o sinal obtido na relação entre a Qualidade nos Lucros e o Valor de Mercado apresentou-se diferente do sinal esperado conforme referencial teórico.

Tabela 9 - Análise de sinais esperados e obtidos

Variável Explicativa	**Sinal Esperado**	**Resultados**
Valor de Mercado	(+)	(-)
Índice Preço/Lucro	(+)	(+)
Custo da Dívida	(-)	(-)
Governança Corporativa	(+)	(+)
Restrição Financeira	(-)	(-)

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: (*) Foram destacados os sinais das variáveis significativas para os modelos testados.

O Valor de Mercado de uma empresa está associado à capacidade de seus ativos de gerar benefícios econômicos no longo prazo (ASSAF NETO, 2014). Conforme Summers e Sweeney (1998) e Jiang, Lee e Anandarajan (2008), o Valor de Mercado

da empresa tende a incorporar a expectativa de crescimento de sua lucratividade. Diversas pesquisas (VESCO; BEUREN, 2015; SILVA; MARGEM, 2015; SUMMERS; SWEENEY, 1998) mostram que o tamanho do ativo total de uma empresa está associado positivamente ao desempenho contábil da mesma. Sendo assim, se o Valor de Mercado reflete a expectativa de crescimento da lucratividade, estando esta lucratividade associada ao tamanho do ativo, é possível inferir que o crescimento do ativo total poderá impactar significativamente o Valor de Mercado da firma.

Segundo Groppelli, Nikbakht e Castro (2002), a decisão de aumentar o investimento de capital na empresa deve passar por análise criteriosa acerca dos custos marginais que tais investimentos poderão ocasionar. Se o retorno esperado não for superior ao custo marginal do investimento, tomando-se como referência a estrutura atual de investimentos, o mercado poderá precificar negativamente tal tentativa de aumento do ativo da empresa. Logo, se não houver correspondência entre o crescimento dos lucros e dos ativos totais, o crescimento do valor da empresa pode ser compreendido como um movimento do mercado induzido por manipulações dos resultados financeiros. O aumento desproporcional deste Valor de Mercado estará associado às empresas com menores níveis de Persistência nos Lucros e maiores níveis de Gerenciamento de Resultados, o que ocasionaria a possibilidade de uma associação negativa entre o Valor de Mercado e a Qualidade nos Lucros.

A relação positiva entre a variável Índice Preço/Lucro e a Qualidade nos Lucros apresentada na Tabela 9 mostrou-se convergente ao esperado. Conforme Myers, Meyers e Skinner (2007) e Kasznik e McNichols (2002), o mercado recompensa no preço da ação as empresas cujos lucros divulgados confirmam as previsões dos analistas. Estando essas informações com níveis não significativos de Gerenciamento de Resultados, a Persistência nos Lucros corrobora a Qualidade nos Lucros da empresa. A relação negativa entre a variável Custo da Dívida e a Qualidade nos Lucros corrobora os resultados de Prevost, Rao e Skousen (2008), que revelam que empresas que se utilizam do Gerenciamento de Resultados para manipular a percepção do mercado acerca da sua situação financeira, ajustando os

lucros divulgados à expectativa do mercado, tendem a ser penalizadas no custo da captação de recursos, apresentando maior custo para sua dívida.

A relação negativa entre a Variável Restrição Financeira e a Qualidade nos Lucros corrobora a pesquisa de Dechow, Ge e Schrand (2010), que demonstra que gestores de empresas em condições de restrições financeiras estão mais propensos a realizar manipulações contábeis em suas demonstrações.

A relação entre a variável Governança Corporativa e a Qualidade nos Lucros confirma os estudos anteriores. De acordo com Sarlo Neto (2009), mecanismos de monitoramento mais eficazes podem ser empregados em empresas que adotam melhores práticas de Governança Corporativa, o que impactará positivamente a Qualidade nos Lucros. Larker, Richardson e Tuna (2007) revelam que a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa está associada a níveis menos significativos de Gerenciamento de Resultados, o que ocasiona maior Qualidade nos Lucros. Segundo Almeida (2010), a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa em ambientes de mercado de forte concorrência pode melhorar a Qualidade nos Lucros das empresas.

A Tabela 10 apresenta os resultados dos modelos referentes à Qualidade nos Lucros por meio das métricas Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados discriminadas pela mediana. Observa-se, por meio da significância do teste de qui-quadrado (0.000) para os dois modelos, que a hipótese nula de que não há associação entre as métricas da Qualidade nos Lucros e as variáveis explicativas deve ser rejeitada. De forma similar ao teste qui-quadrado, por meio da significância do teste de coeficientes de modelo de *Omnibus*, pode-se rejeitar a hipótese nula de que todos os parâmetros do modelo são iguais a zero. O teste de Hosmer e Lemeshow mostra que a hipótese nula de que as frequências esperadas e observadas são iguais não pode ser rejeitada, permitindo inferir que não há problemas em relação à qualidade de ajuste dos modelos. Todavia, apesar das similaridades dos modelos quanto à sua significância e qualidade de ajuste, as variáveis explicativas significativas não foram as mesmas. É possível observar que,

ao utilizar a Persistência nos Lucros como métrica de Qualidade nos Lucros, apenas a variável Índice Preço/Lucro não se mostrou significativa. Já no modelo de Qualidade nos Lucros baseado no Gerenciamento de Resultados apenas a Governança Corporativa e o Risco Financeiro foram significativas.

Quanto à qualidade do modelo, o R^2 de Nagelkerke, apresentado na Tabela 10, mostra que 21,6% das mudanças das variáveis explicativas são capazes de esclarecer a probabilidade de ocorrência das empresas com Qualidade nos Lucros em relação às empresas sem qualidade sob a perspectiva da métrica Persistência nos Lucros; enquanto a qualidade do modelo em função da métrica de Gerenciamento de Resultados reduz o R^2 de Nagelkerke para 7,2%.

Verifica-se no modelo 1 que apenas a variável Índice Preço/Lucro não apresentou-se significativa para o modelo. Esse resultado permite inferir que as variáveis Valor de Mercado, Custo da Dívida, Governança Corporativa e Risco Financeiro impactam a probabilidade de ocorrência de Qualidade nos Lucros a partir do atributo da Persistência nos Lucros.

Tabela 10 - Resultados dos modelos 1 e 2

Coeficiente	**Variáveis**	**Sinal Esperado**	**Persistência nos Lucros (1)**		**Ger. de Resultados (2)**	
			Coeficiente	**P-Valor**	**Coeficiente**	**P-valor**
β_1	Valor de Mercado	+	-1.6285	0.000	0.0913	0.271
β_2	Índice Preço/Lucro	+	0.0028	0.453	-0.0015	0.565
β_3	Custo da Dívida	-	-0.0089	0.004	-0.0017	0.238
β_4	Governança Corporativa	+	0.5838	0.043	0.5061	0.001
β_5	Risco Financeiro	-	-0.8399	0.000	-0.6322	0.000
Número de Observações			944		944	
Teste X^2			76.620	0.000	43.09	0.000
Teste de Hosmer e Lemeshow			0.297		0.623	
Teste de coeficientes de modelo *Omnibus*			0.000		0.000	
R^2 de Nagelkerke			0.216		0.072	

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelos de regressão logística binária como proposto nas expressões 12 e 13.

Modelo 1 - Variável dependente: Persistência nos Lucros {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 12.
Modelo 2 - Variável dependente: Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 13.

A Tabela 11 apresenta a classificação prevista para as observações com base nos parâmetros obtidos nos modelos de regressão logística estabelecidos nas expressões 12 e 13. O objetivo dessa Tabela é apresentar a eficiência dos modelos testados em relação à correta classificação das observações. O modelo 1 testa a probabilidade de ocorrência de Qualidade nos Lucros com base no atributo da Persistência nos Lucros, enquanto o modelo 2 testa a probabilidade de ocorrência de Qualidade nos Lucros com base no atributo do Gerenciamento de Resultados.

Observa-se na Tabela 11 que a eficiência global do modelo 1, referente ao atributo da Persistência nos Lucros, é de 68,43%, o que permite classificar uma empresa em com ou sem Qualidade nos Lucros a partir das variáveis explicativas utilizadas com 68,43% de probabilidade de acerto. Já o modelo de Qualidade nos Lucros baseado no Gerenciamento de Resultados apresentou eficiência global de 60,38%.

Tabela 11 - Classificação e eficiência global dos modelos 1 e 2

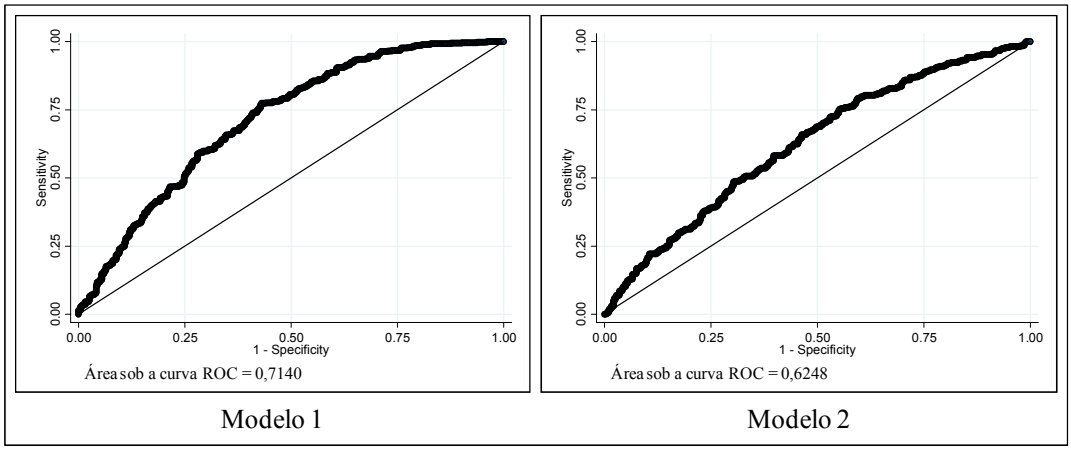
Descrição		**Total Observado**	**Previsão dos Modelos**		**(%) de Acerto**
			Sem Q. nos Lucros	**Com Q. nos Lucros**	
Modelo 1 PL	Sem Q. nos Lucros	386	163	223	42.23%
	Com Q. nos Lucros	558	75	483	86.56%
	Totais	**944**	**238**	**706**	**68.43%**
Modelo 2 GR	Sem Q. nos Lucros	425	142	283	33.41%
	Com Q. nos Lucros	519	91	428	82.46%
	Totais	**944**	**233**	**711**	**60.38%**

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelos de regressão logística binária como proposto nas expressões 12 e 13.
Modelo 1 - Variável dependente: (PL) Persistência nos Lucros {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 12.
Modelo 2 - Variável dependente: (GR) Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 13.

É possível notar que ambos os modelos descritos na Tabela 11 apresentaram maior eficiência para discriminar as empresas com Qualidade nos Lucros em relação às empresas sem Qualidade nos Lucros. O modelo baseado na Persistência nos Lucros permite discriminar as empresas com Qualidade nos Lucros com 86,56% de acerto, enquanto nas empresas sem Qualidade nos Lucros a probabilidade de acerto é de apenas 42,23%. Já no modelo de Qualidade nos Lucros baseado no Gerenciamento de Resultados, a probabilidade de discriminação correta das empresas com Qualidade nos Lucros é de 82,46%, enquanto a discriminação correta das empresas sem Qualidade nos Lucros é de apenas 33,41%.

Na Figura 13 verifica-se que a área sob a curva ROC é igual a 0,7140 e 0,6248 para os modelos 1 e 2, respectivamente, classificando ambos como de poder discriminatório aceitável. Esses valores obtidos pela curva ROC corroboram os resultados de eficiência global dos modelos 1 e 2 conforme Tabela 11, imputando ao modelo 1, cuja Qualidade nos Lucros fundamenta-se no atributo da Persistência nos Lucros, melhor ajuste, adequação e eficiência em comparação ao modelo 2, baseado no Gerenciamento de Resultados.

Figura 13 - Curva ROC para os modelos 1 e 2



Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelos de regressão logística binária como proposto nas expressões 12 e 13.
Modelo 1 - Variável dependente: (PL) Persistência nos Lucros {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 12.

Modelo 2 - Variável dependente: (GR) Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 13.

Destaca-se, a partir dos resultados de análise de eficiência dos atributos isoladamente, a comparação entre os modelos. Apesar de sua utilidade para análise comparativa entre empresas que manipulam mais ou menos suas informações financeiras, os *Accruals* discricionários enquanto métrica para o Gerenciamento de Resultados podem não ser percebidos pelo mercado (SLOAN, 1996); verifica-se ainda que a metodologia para apuração dessa métrica pode dificultar a percepção do mercado, visto que diferentes setores econômicos podem utilizar diferentes métodos para as manipulações financeiras. Dessa forma, uma metodologia única para o cálculo importaria em distorções nos modelos (MARTINEZ; MORAES, 2017; MARTINEZ, 2013). Dessa forma, é possível destacar que a facilidade de obtenção da informação específica do lucro por investidores e analistas em relação à obtenção e análise do Gerenciamento de Resultados pelos *accruals* discricionários pode ser a causa da maior eficiência da análise da Qualidade nos Lucros pela Persistência nos Lucros em função dos indicadores de mercado.

Na Tabela 12 apresenta-se o resultado do modelo 3 referente à análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados, sendo os dados separados pelas medianas. Nesse modelo, as empresas com Qualidade nos Lucros são aquelas que apresentam Qualidade nos Lucros em ambas as métricas, Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados. Destaca-se no resultado do modelo 3 o aumento do R^2 de Nagelkerke para 27,1% em relação aos 21,6% e 7,2% obtidos pelos modelos 1 e 2, respectivamente. Esse resultado corrobora com a sustentação da hipótese desta pesquisa de que há maior probabilidade da ocorrência da Qualidade nos Lucros por meio da análise combinada da Persistência nos lucros com o Gerenciamento de Resultados do que por quaisquer dessas métricas isoladamente.

Tabela 12 - Resultados do modelo 3

Coeficiente	Variáveis	Sinal Esperado	Persistência nos Lucros e Ger. de resultados	
			Coeficiente	Significância
β_1	Valor de Mercado	+	-1.3770	0.000
β_2	Índice Preço/Lucro	+	-0.0010	0.842
β_3	Custo da Dívida	-	-0.0115	0.014
β_4	Gov. Corporativa	+	1.3327	0.000
β_5	Risco Financeiro	-	-1.7504	0.000
Número de Observações			501	
Teste X^2			110.85	0.000
Teste de Hosmer e Lemeshow			0.244	
Teste de coeficiente de modelo *Omnibus*			0.000	
R^2 de Nagelkerke			0.271	

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelo 3 - Variável dependente: Análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana), conforme expressão 14.

A Tabela 13 apresenta o resultado da classificação das empresas em função da Qualidade nos Lucros por meio dos parâmetros obtidos com o modelo de análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados. Destaca-se no modelo 3 o aumento da eficiência global para 74,05% de probabilidade de acerto em relação aos modelos de Qualidade nos Lucros baseados nos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados utilizados isoladamente.

O modelo 3 apresentou-se mais eficiente para discriminação das empresas com Qualidade nos Lucros, de maneira similar aos resultados obtidos pelos modelos 1 e 2. Entretanto, a discriminação das empresas sem Qualidade nos Lucros também apresentou melhor desempenho no modelo 3, com 50,26% de probabilidade de acerto, frente aos 42,23% e 33,41% obtidos nos modelos 1 e 2, respectivamente.

Tabela 13 - Classificação e eficiência global do modelo 3

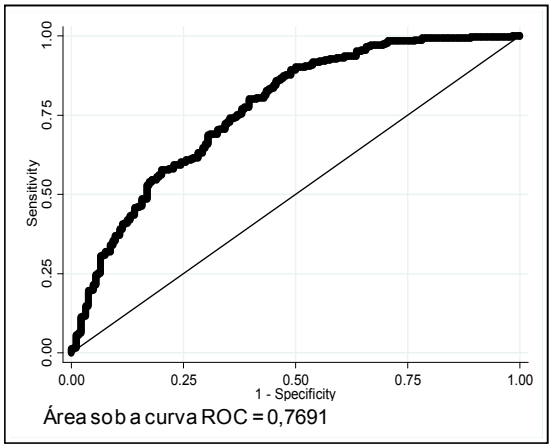
Descrição		Total Observado	Previsão dos Modelos		(%) de Acerto
			Sem Q. nos Lucros	Com Q. nos Lucros	
Modelo 3 PL e GR	Sem Q. nos Lucros	184	98	86	53.26%
	Com Q. nos Lucros	317	44	273	86.11%
	Totais	**501**	**142**	**359**	**74.05%**

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Tabela elaborada a partir dos resultados do Modelo 3.
Modelo 3 - Variável dependente: Análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana), conforme expressão 14.

Na Figura 14 é possível verificar que a área sob a curva ROC, referente ao modelo de análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros, apresentou área considerada aceitável em termos de adequação (0.7691), todavia, superior aos resultados obtidos por meio dos modelos de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados isoladamente.

Os resultados obtidos a partir do modelo de análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros, apresentados na Tabela 13 e na Figura 14, também corroboram a sustentação da hipótese de que o mercado percebe a Qualidade nos Lucros com maior probabilidade da ocorrência quando esta é verificada por meio da análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados do que por qualquer destes atributos isoladamente.

Figura 14 - Curva ROC para o modelo 3



Fonte: Elaborada pelo autor.
Nota: Modelo 3 - Variável dependente: Análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana), conforme expressão 14.

A Tabela 14 apresenta os resultados dos modelos 4 e 5, em que a Qualidade nos Lucros é verificada por meio de seus atributos isoladamente, mas a separação dos dados se deu por quartis. Observa-se que a variável Governança Corporativa, que se mostrou significativa no modelo 1, onde os dados de Persistência nos Lucros são discriminados pela mediana, não apresentou a mesma significância estatística no modelo 4, em que essa discriminação dos dados ocorre por meio de quartis. A perda de significância da variável Governança Corporativa neste caso pode ter ocorrido em função da redução do número de observações entre os modelos, visto que sua significância se dava apenas a 5%.

Destaca-se ainda na Tabela 14 a relação das variáveis Governança Corporativa e Risco financeiro com a Qualidade nos Lucros baseada no Gerenciamento de Resultados. Os resultados obtidos pelos modelos 2 e 5, baseados no Gerenciamento de Resultados, reforçam que a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa tende a reduzir as práticas de Gerenciamento de Resultados, corroborando a pesquisa de Sarlo Neto (2009).

Os resultados obtidos nos modelos 2 e 5 também estão alinhados com os estudos de Demonier (2013), Kaplan e Zingales (1995) e Dechow, Ge e Schrand (2010) acerca da capacidade do mercado de perceber e discriminar empresas em situação de Risco Financeiro como de baixa Qualidade nos Lucros, em função de estarem mais propensas às manipulações financeiras de seus resultados.

Tabela 14 - Resultados dos modelos 4 e 5 – (continua)

Coeficiente	Variáveis	Sinal Esperado	Persistência nos Lucros		Ger. de Resultados	
			Coeficiente	P-Valor	Coeficiente	P-Valor
β_1	Valor de Mercado	+	-2.5743	0.000	-0.0382	0.751
β_2	Índice Preço/Lucro	+	0.0064	0.394	-0.0042	0.315
β_3	Custo da Dívida	-	-0.0245	0.015	-0.0020	0.239
β_4	Gov. Corporativa	+	0.3054	0.581	0.8460	0.001
β_5	Risco Financeiro	-	-1.0914	0.004	-1.2985	0.000

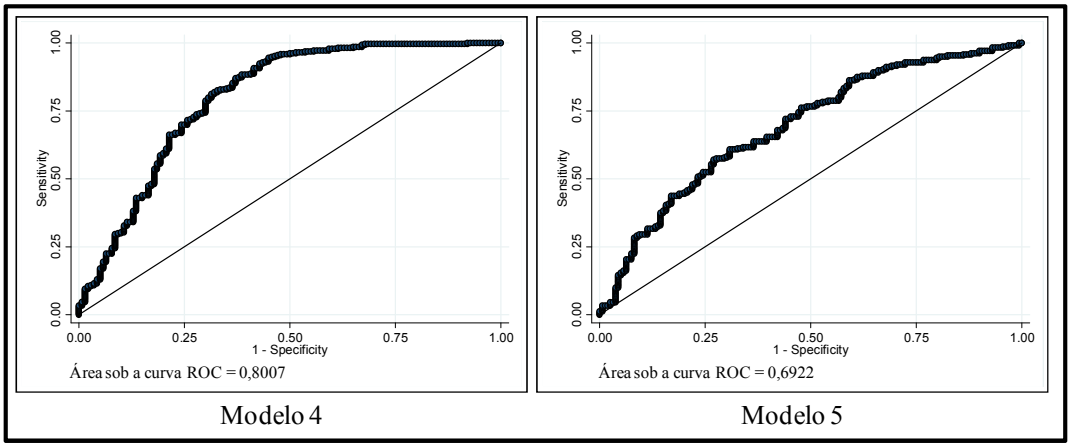
Número de Observações	433		399	
Teste X^2	140.81	0.000	57.86	0.000
Teste de Hosmer e Lemeshow	0.379		0.818	
Teste de coeficiente de modelo *Omnibus*	0.000		0.000	
R^2 de Nagelkerke	0.395		0.186	

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelo 4 - Variável dependente: Persistência nos Lucros {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 12. Modelo 5 - Variável dependente: Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 13.

A Figura 15 apresenta as curvas ROC dos modelos 4 e 5 de Qualidade nos Lucros. Observa-se que no modelo de Qualidade nos Lucros baseado no atributo Persistência nos Lucros a área sob a curva ROC é igual a 0.8007, o que permite destacar o modelo como de excelente poder discriminatório. Nesta mesma Figura apresenta-se a curva ROC do modelo de Qualidade nos Lucros baseado na métrica de Gerenciamento de Resultados. Observa-se que a área sob a curva ROC no

modelo 5 é igual a 0.6922, o que permite destacar o modelo como de poder discriminatório aceitável.

Figura 15 - Curva ROC para o modelo 4 e 5



Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelo 4 - Variável dependente: Persistência nos Lucros {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 12. Modelo 5 - Variável dependente: Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 13.

A utilização da curva ROC como instrumento de verificação da capacidade discriminatória dos modelos de regressão logística permite também a comparação da evolução desta capacidade discriminatória entre os modelos testados. Observa-se que entre os modelos 1 e 4, baseados na Persistência nos Lucros, houve um aumento significativo do poder discriminatório. O modelo 1 obteve área sob a curva ROC de 0.7140 (aceitável), enquanto o modelo 4 obteve área de 0.8007 (excelente).

Essa variação positiva ocorreu também nos modelos 2 e 5, baseados no Gerenciamento de Resultados. Enquanto o modelo 2 apresentou área sob a curva ROC de 0.6248 (aceitável), o modelo 5 apresentou área de 0.6922 (aceitável). Esse ganho no desempenho dos modelos 4 e 5 em relação aos modelos 1 e 2 deu-se, possivelmente, em função da metodologia utilizada para discriminação dos dados das empresas com e sem Qualidade nos Lucros. Ao utilizar como medida separatriz

nos modelos 4 e 5 o quartil, em relação à mediana utilizada nos modelos 1 e 2, todas as observações das empresas em torno da mediana que possuíam características similares foram descartadas, o que possivelmente causou a melhoria do poder discriminatório dos modelos 4 e 5.

A Tabela 15 apresenta a classificação das empresas conforme parâmetros estabelecidos pelos modelos 4 e 5. Observa-se que o modelo 4, baseado na Persistência nos Lucros, possui eficiência global de 80,43%, sendo mais eficiente na discriminação das empresas com Qualidade nos Lucros, com probabilidade de acerto igual a 96,25%. Já o modelo 5, baseado no Gerenciamento de Resultados, apresenta eficiência global de 67,91%, também com maior poder discriminatório para as empresas com Qualidade nos Lucros, cuja probabilidade de acerto é de 82,46%.

Tabela 15 - Classificação e eficiência global dos modelos 4 e 5

Descrição		**Total Observado**	**Previsão dos Modelos**		**(%) de Acerto**
			Sem Q. nos Lucros	**Com Q. nos Lucros**	
Modelo 4 PL	Sem Q. nos Lucros	140	68	72	48,57%
	Com Q. nos Lucros	293	11	282	96,25%
	Totais	**433**	**79**	**354**	**80,83%**
Modelo 5 GR	Sem Q. nos Lucros	159	65	94	40.88%
	Com Q. nos Lucros	240	34	206	82.46%
	Totais	**399**	**99**	**300**	**67.91%**

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Tabela elaborada a partir dos resultados dos Modelos 4 e 5.
Modelo 4 - Variável dependente: (PL) Persistência nos Lucros {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 12. Modelo 5 - Variável dependente: (GR) Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 13.

A Tabela 16 apresenta os resultados referentes ao modelo de análise conjunta dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados, cuja discriminação das empresas com e sem Qualidade nos Lucros se deu por quartis. Nota-se que as variáveis Valor de Mercado, Custo da Dívida e Risco Financeiro mostraram-se significativas de maneira similar ao modelo 3. Como já foi discutido, a perda de significância da variável Governança Corporativa entre o modelo 3 e 6 pode ter ocorrido em função da redução de dados utilizados no modelo, dado o corte por quartis proposto no modelo 6.

Tabela 16 - Resultados do modelo 6

Coeficiente	Variáveis	Sinal Esperado	Persistência nos Lucros e Ger. de resultados	
			Coeficiente	Significância
β_1	Valor de Mercado	+	-1.7949	0.011
β_2	Índice Preço/Lucro	+	0.0069	0.618
β_3	Custo da Dívida	-	-0.0778	0.025
β_4	Governança Corporativa	+	0. 9282	0.244
β_5	Risco Financeiro	-	-2.244	0.008
Número de Observações			166	
Teste X^2			60.957	0.000
Teste de Hosmer e Lemeshow			0.324	
Teste de coeficiente de modelo *Omnibus*			0.000	
R^2 de Nagelkerke			0.463	

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelo 6 - Variável dependente: Análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 14.

Na Tabela 17 é possível observar a eficiência global do modelo 6 para discriminar as empresas com Qualidade nos Lucros. Observa-se que a probabilidade geral de acerto do modelo é de 85,54%, com destaque para maior capacidade do modelo de discriminar as empresas com Qualidade nos Lucros, 96.06%. Nota-se que o modelo a partir da análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros é capaz de discriminar com quase 100% de certeza as empresas que apresentam Qualidade

nos Lucros por meio da utilização do Valor de Mercado, Custo da Dívida e Risco Financeiro como variáveis explicativas.

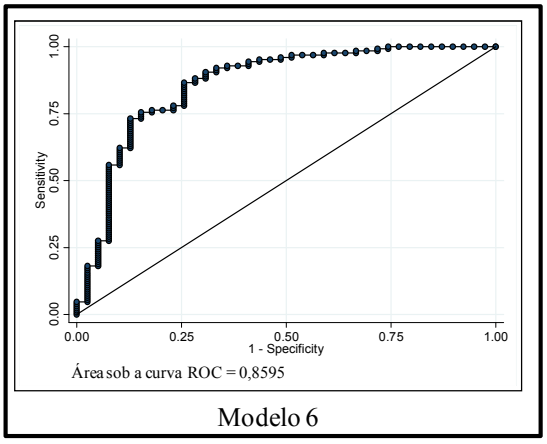
Tabela 17 - Classificação e eficiência global do modelo 6

Descrição		Total Observado	Previsão dos Modelos		(%) de Acerto
			Sem Q. nos Lucros	Com Q. nos Lucros	
Modelo 6 PL e GR	Sem Q. nos Lucros	39	20	19	51.28%
	Com Q. nos Lucros	127	5	122	96.06%
	Totais	**166**	**25**	**141**	**85.54%**

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Tabela elaborada a partir dos resultados do Modelo 6.
Modelo 6 - Variável dependente: (PL e GR) Análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 14.

O resultado obtido com a Curva ROC, conforme demonstrado na Figura 12, corrobora os resultados obtidos com a eficiência global do modelo 6. Com área de 0.8595, o modelo pode ser considerado como de excelente poder discriminatório.

Figura 16 - Curva ROC para o modelo 6



Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: Modelo 6 - Variável dependente: Análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados

> separados por quartis, onde as empresas do 1° Quartil representam empresas com Qualidade nos Lucros e as empresas do 4° Quartil representam empresas sem Qualidade nos Lucros)}, conforme expressão 14.

A seção seguinte apresenta uma análise geral comparativa entre os modelos desta pesquisa por meio dos instrumentos AIC, BIC, Curva ROC, (%) de acerto (referente às Tabelas de classificação) e o R^2 de Nagelkerke. Os resultados obtidos permitem analisar comparativamente o desempenho dos modelos testados, subsidiando a avaliação dos objetivos e hipótese apresentados nesta pesquisa.

4.2 ANÁLISE COMPARATIVA DOS MODELOS TESTADOS

A Tabela 18 apresenta os resultados dos testes de desempenho dos modelos verificados neste estudo. É possível observar que os modelos de Qualidade nos Lucros baseados nas métricas de Persistência nos Lucros apresentaram melhor desempenho do que os modelos baseados no Gerenciamento de Resultados em ambos os cortes dos dados, mediana e quartis. Os modelos 1 e 4, que utilizam a Persistência nos Lucros, apresentaram melhores resultados em todos os instrumentos de análise, com destaque para a maior evolução em relação à eficiência global do modelo 4. O modelo 4 aumenta a probabilidade de acerto global da discriminação da Qualidade nos Lucros das empresas em 13,06% em relação à não utilização do respectivo modelo. Os modelos 4 e 6 foram os únicos que obtiveram uma área abaixo da curva ROC superior a 0,8, que permite destacar os modelos como de excelente poder discriminatório.

Tabela 18 - Resultado dos testes de eficiência dos modelos verificados

Medida Separatriz	Mod. Testado	AIC	BIC	Curva ROC	% Acerto$_{(0)}$	% Acerto$^{(1)}$	(Δ) Acerto	R² de Nagelkerke
Mediana	Mod. 1 PL	1128.2	1157.3	0.7140	59.11	68.43	9.32	0.216
	Mod. 2 GR	1271.4	1300.49	0.6248	54.98	60.38	5.40	0.072
	Mod. 3 PL e GR	559.95	585.25	0.7691	63.27	74.05	10.78	0.271
Quartil	Mod. 4 PL	417.28	441.7	0.8007	67.67	80.83	13.06	0.395
	Mod. 5 GR	503.35	527.28	0.6922	60.15	67.91	7.76	0.186
	Mod. 6 PL e GR	132.04	150.71	0.8595	76.51	85.51	9	0.463

Fonte: Elaborada pelo autor com resultados de análise da pesquisa.
Nota: (PL) Persistência nos Lucros; (GR) Gerenciamento de Resultados; (AIC e BIC) testes de adequação dos modelos verificados. Este teste apresenta o modelo adequado por meio dos menores valores atribuídos ao AIC e BIC; (% Acerto 0) representa o percentual de acerto sem a utilização do modelo proposto; (% Acerto 1) representa o percentual de acerto a partir da utilização do modelo proposto; ((Δ) Acerto) ganho na probabilidade de acerto com a utilização do modelo proposto em relação à sua não utilização.

Apesar dos modelos 2 e 5, que se baseiam no Gerenciamento de Resultados, apresentarem significância estatística, adequação quanto à utilização das variáveis e poder discriminatório considerado aceitável em função da curva ROC, seus desempenhos são inferiores aos demais modelos em todos os instrumentos de análise da Tabela 18. Em função deste resultado, pode-se inferir que o mercado percebe a Qualidade nos Lucros com maior probabilidade de ocorrência por meio do atributo da Persistência nos Lucros do que pelo Gerenciamento de Resultados, desconsiderando o modelo de análise combinada.

Observa-se que o melhor desempenho geral é apresentado pelo modelo 6, em que a Qualidade nos Lucros é verificada por meio da análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados, tomando como medida separatriz o quartil. Os menores valores de AIC e BIC (132.04 e 150.71, respectivamente), a maior área sob a curva ROC (0.8595) e o maior valor do R² de Nagelkerke evidenciam o melhor desempenho do modelo 6 para discriminar as empresas com Qualidade nos Lucros por meio das variáveis explicativas utilizadas.

Comparando os modelos 1, 2 e 3 é possível verificar também que o modelo 3, que utiliza a análise combinada dos atributos da Qualidade nos Lucros, tomando como

medida separatriz para os dados a mediana, possui maior desempenho em todos os instrumentos de análise utilizados na Tabela 18 em relação aos modelos 1 e 2. Os resultados referentes aos modelos 3 e 6 confirmam a hipótese da pesquisa de que a análise combinada da Persistência nos lucros e do Gerenciamento de Resultados permite verificar a Qualidade nos Lucros das empresas com maior eficiência do que a análise isolada destes atributos, em função dos indicadores de mercado que evidenciam essa qualidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou a Qualidade nos Lucros a partir da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados e seus efeitos combinados. Para atingir o objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos: i) analisar a eficiência da Persistência nos Lucros enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; ii) analisar a eficiência do Gerenciamento de Resultados enquanto atributo da Qualidade nos Lucros; e iii) verificar se a análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados é mais eficiente para análise da Qualidade nos Lucros do que esses atributos isoladamente.

Com base na literatura sobre a Qualidade nos Lucros não foi possível identificar discussões e evidências acerca das possíveis relações dos atributos da Qualidade nos Lucros e como tais relações entre os atributos podem afetar a percepção do mercado.

A operacionalização dos objetivos geral e específicos ocorreu por meio de regressões lineares simples e multivariada para o cálculo dos atributos da Qualidade nos Lucros, e regressões logísticas binárias para análise de eficiência isolada e combinada desses atributos na previsão da Qualidade nos Lucros. Os atributos utilizados foram a Persistência nos Lucros e o Gerenciamento de Resultados. Todos os testes foram realizados com dados financeiros de 205 empresas listadas na B3 no período compreendido entre 2010 e 2016. Dentre os principais pressupostos que nortearam a pesquisa destacam-se: a comparabilidade e a capacidade preditiva das informações financeiras passadas em relação a resultados futuros e a capacidade do mercado de perceber e precificar a Qualidade nos Lucros.

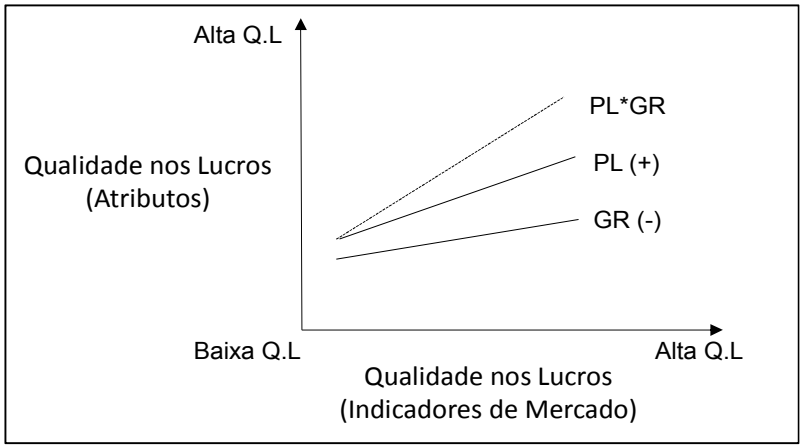
A hipótese e os testes estatísticos foram parametrizados essencialmente com base nos estudos dos autores: Jensen e Meckling (1976), Dechow, Ge e Schrand (2010), Dechow e Schrand (2004), Dechow e Dichev (2002), Martinez (2008), Martinez (2013), Ohlson, (2014), Bushman et al. (2016), Sloan (1996), Kaplan e Zingales (1995), Sarlo Neto (2009), Dichev (2015), Basu (1997).

A hipótese de pesquisa H1: A análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados é mais eficiente para verificação da Qualidade nos Lucros das empresas do que a análise isolada destes atributos, que sustenta a tese da pesquisa, foi testada. Os resultados obtidos sustentaram a tese da pesquisa, impossibilitando a rejeição da hipótese proposta.

As evidências encontradas nos resultados revelaram que o efeito combinado da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados pode ser percebido pelo mercado como instrumento mais eficiente para discriminação da Qualidade nos Lucros das empresas do que a análise desses atributos isoladamente. Destaca-se que a relevância da análise dos componentes dos lucros passados e atuais na avaliação e previsão de desempenho futuro, frequentemente enfatizada em pesquisas que envolvem a análise de dados financeiros, não permite descartar a significância das manipulações financeiras na divulgação de lucros artificialmente persistentes (SLOAN, 1996; XIE, 2001; DECHOW; GE; SCHRAND 2010; KOLOZSVARI; MACEDO, 2016).

A pesquisa de Sloan (1996) destaca a importância da informação de lucros atuais e seus componentes, acumulações e fluxos de caixa operacionais para estimar a persistência de lucros futuros de uma empresa, entretanto, a relação das práticas de Gerenciamento de Resultados na percepção do mercado sobre a Persistência nos Lucros deve ser considerada (KOLOZSVARI; MACEDO, 2016). A Figura 17 ilustra as relações evidenciadas nos resultados desta pesquisa:

Figura 17 - Resultado da análise dos atributos da Qualidade nos Lucros



Fonte: Elaborado pelo autor

A análise da eficiência isolada dos atributos da Qualidade nos Lucros revelou que os indicadores de mercado possuem menor poder discriminatório das empresas com qualidade em relação ao Gerenciamento de Resultados. Observa-se que os *Accruals* discricionários utilizados para medir o Gerenciamento de Resultados baseiam-se no pressuposto de que as acumulações derivadas do regime de competência são necessárias para que os fatos contábeis não geradores de caixa imediato sejam contabilizados, na expectativa de que em determinado prazo tais valores sejam realizados. Sob esse pressuposto, toda acumulação gerada deverá, em períodos subsequentes, tornar-se fluxo de caixa operacional. Todavia, as acumulações que em períodos subsequentes não geraram fluxo de caixa operacional e que ao fim do período financeiro não se apresentaram correlacionadas a quaisquer variações de receitas líquidas tendem a estar associadas a manipulações financeiras.

Contudo, o estudo de Bushman et al. (2016), que analisa a associação entre as acumulações e os fluxos de caixa operacionais em empresas americanas no período entre 1964 e 2013, revela que tal relação tornou-se mais fraca ao longo dos anos com tendência de redução. Segundo os autores, dentre as causas possíveis para o enfraquecimento da relação entre as acumulações e os fluxos de caixa operacionais podem ser destacadas:

I. A maior volatilidade dos fluxos de caixa e dos lucros causada pelos crescentes choques e variações econômicas nas operações das empresas e em seus setores de atuação, o que poderia ocasionar a redução da correlação entre as acumulações e fluxos de caixa não mais contemporâneos, mas com períodos indeterminados de realização ou liquidação;

II. O aumento temporal na frequência com que operações não recorrentes e não operacionais são realizadas e contabilizadas, podendo incorrer em perdas líquidas que podem contribuir para a redução da correlação negativa entre as acumulações e os fluxos de caixa operacionais; isto porque essas operações não recorrentes e não operacionais frequentemente são acompanhadas por grandes fluxos de caixa positivos e as acumulações subjacentes às perdas líquidas invariavelmente envolvem erro significativo de estimativa.

III. Operações frequentes com pesquisas e desenvolvimento geradores de ativos intangíveis e que reduzem as acumulações em função de saídas de caixa, mas que em períodos futuros podem ser estornadas e contabilizadas como ativo; erros de estimativa de acumulações, a realização de ajustes de valor justo, reconhecimento de perdas fora do tempo, dentre outras causas analisadas.

O estudo de Sloan (1996) investiga se os preços das ações refletem as informações sobre lucros futuros contidos nos componentes de acumulação e fluxo de caixa dos lucros atuais, sob o pressuposto de que se os lucros atuais são persistentes para o futuro há nestes lucros uma relação entre seus componentes. Todavia, Sloan (1996) relata que a variação nos preços das ações sugere que os investidores fixam os valores dos lucros esperados, visto que possivelmente não conseguem discriminar as acumulações e os fluxos de caixa operacionais enquanto componentes dos lucros.

A partir dos resultados de Bushman et al. (2016), é possível considerar que a perda de significância na relação entre as acumulações e os fluxos de caixa operacionais, tenha impactado na relevância dos *Accruals* discricionários obtidos por meio das expressões 9 e 10, utilizada como métrica do Gerenciamento de Resultados. Ainda

é possível considerar, a partir da pesquisa de Sloan (1996), que a fraca relação do Gerenciamento de Resultados em relação à percepção do mercado acerca da Qualidade nos Lucros pode ter ocorrido em função da capacidade reduzida do mercado de enxergar, compreender e/ou utilizar as informações acerca dos *Accruals*.

Em sua pesquisa, Sloan (1996) revela que em vários momentos distintos os preços das ações se comportavam como se os investidores não conseguissem diferenciar de maneira assertiva a diferença nas propriedades dos componentes dos lucros. Segundo o mesmo autor, tal comportamento não implica necessariamente em um comportamento irracional por parte dos investidores ou na existência ininterrupta de oportunidades de investimentos inexplorados ou anormais. O que se percebe, conforme Sloan (1996), é que apesar de o preço das ações não refletir necessariamente as informações contidas nos relatórios financeiros, é possível que o comportamento dos investidores esteja associado a algum tipo de estratégia de investimento baseado nessas mesmas informações. Assim sendo, os resultados desta pesquisa corroboram os estudos de Sloan (1996) e Bushman et al. (2016) ao mostrar evidências da baixa eficiência do Gerenciamento de Resultados enquanto atributo da Qualidade nos Lucros conforme a percepção do mercado.

Com relação à eficiência da Persistência nos Lucros enquanto atributo da Qualidade nos Lucros, as evidências desta pesquisa corroboram o estudo de Beaver, Mcnichols e Wang (2016), que verifica que empresas com Qualidade nos Lucros possuem maior divulgação voluntária de informações financeiras, impactando diretamente o conteúdo informacional dos lucros e, por consequência, os indicadores de mercado que evidenciam a qualidade dessas informações.

Portanto, em função dos resultados obtidos, é possível inferir que a percepção da Qualidade nos Lucros pelo mercado por meio do Gerenciamento de Resultados é estatisticamente mais fraca do que por meio da Persistência nos Lucros a partir das variáveis explicativas utilizadas nesta pesquisa. Todavia, visto que a análise combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados

mostrou-se significativa, há indícios de que a métrica de Persistência nos Lucros pode ser percebida pelo mercado com maiores ou menores níveis de Gerenciamento de Resultados, o que permite considerar a possibilidade de que o mercado se utiliza de variáveis ou mecanismos diferentes dos utilizados neste estudo para essa análise (BEAVER; MCNICHOLS; WANG, 2016).

Observou-se na análise dos resultados que, diferentemente do que é proposto no estudo de Dechow, Ge e Schrand (2010), a associação entre o Valor de Mercado e a Qualidade nos Lucros mostrou-se negativa. Segundo os autores, lucros de maior persistência e menores níveis de gerenciamento possuem melhor avaliação pelo mercado de ações, o que gera maior valor para a empresa de maneira geral. Contudo, conforme discutido na análise dos resultados, a necessidade de reduzir o efeito do tamanho dos ativos sobre o valor total atribuído pelo mercado à empresa pode ter ocasionado a divergência de sinais esperado e obtido na relação entre Valor de Mercado e Qualidade nos Lucros.

A pesquisa de Beaver, Mcnichols e Wang (2016) revela que, quanto maiores forem os investimentos demandados na firma, maiores serão as expectativas do mercado sobre o seu desempenho financeiro e de informações consistentes para sua análise e previsão. Todavia, segundo os autores, a necessidade dos administradores de justificarem resultados diferentes dos esperados gera incentivos à manipulação ou ocultação de informações financeiras, impactando o conteúdo informacional dos lucros, e, por consequência, a relação entre o tamanho da empresa e o conteúdo informacional dos Lucros. No entanto, verifica-se a possibilidade da relação inversa entre o tamanho da empresa e o valor de mercado da firma.

Destacam-se como limitações desta pesquisa:

I. O número de empresas e dados disponíveis para pesquisa – por se tratar de um mercado de capitais ainda considerado pequeno, o número limitado de empresas listadas e informações disponibilizadas para análise dificultam estudos com abordagem quantitativa;

II. O período de análise dos dados (2010 a 2016) – a escolha desse período se deu em função de um fato específico. Como a adoção dos padrões internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras se deu obrigatoriamente apenas a partir de 2010, muitas das empresas listadas na B3 S.A não possuem as informações financeiras necessárias para este estudo nos anos anteriores a 2010. A disponibilidade desses dados é uma questão tão precária que existem casos de empresas que só passaram a divulgar dados obrigatórios apenas no ano de 2012. A questão de maior criticidade em relação aos dados é a variável Fluxo de Caixa Operacional, cuja divulgação tornou-se obrigatória somente a partir de 2010.

III. A utilização da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados como atributos para Qualidade nos Lucros – apesar de existirem outros atributos para verificação da Qualidade nos Lucros das empresas, a utilização apenas da Persistência nos Lucros e do Gerenciamento de Resultados se deu em função de dois fatores. O primeiro é a relação proposta entre esses atributos, pressuposto básico desta pesquisa; o segundo é a utilização recorrente desses atributos em estudos e pesquisas relevantes na área de finanças.

IV. A amostra desta pesquisa é não probabilística, o que impossibilita a generalização dos resultados – durante o período pesquisado o mercado financeiro passou por um período de significativa volatilidade em função de uma crise econômica, de questões políticas relevantes, dentre outras.

De forma geral, reconhece-se as limitações desta pesquisa bem como a relevância das evidências e discussões efetuadas. Sugere-se para pesquisas futuras a discussão a partir de um número maior de atributos da Qualidade nos Lucros e de variáveis explicativas para os modelos propostos.

REFERÊNCIAS

AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. An incomplete contracts approach to financial contracting. **Review of Economic Studies**, v. 59, n. 3, p. 473-494, 1992.

AHMED, Anwer S.; BILLINGS, Bruce K.; MORTON, Richard M.; STANFORD-HARRIS, Mary. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 867-890, 2002.

ALLEN, Eric J.; LARSON, Chad R.; SLOAN, Richard G. Accrual reversals, earnings and stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 1, p. 113-129, 2013.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. S. The Cash Flow Sensitivity of Fash. **Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1777-1804, August 2004.

ALMEIDA, José Elias Feres de. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In: **Governança corporativa:** fundamentos, desenvolvimento e tendências. 7. ed., São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF, NETO. **Valuation**: métricas de valor e avaliação de empresas. São Paulo: Atlas, 2014.

BABER, William R.; KANG, Sok-Hyon; KUMAR, Krishna R. Accounting earnings and executive compensation: The role of earnings persistence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 169-193, 1998.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.

BANK, Matthias; LAWRENZ, Jochen. **Informational asymmetry between managers and investors in the optimal capital structure decision**, 2005. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=673181 Acesso em 15 abr 2017.

BAO, Ben-Hsien; BAO, Da-Hsien. Income smoothing, earnings quality and firm valuation. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 31, n. 9-10, p. 1525-1557, 2004.

BARCLAY, Michael J.; SMITH, Clifford W. The maturity structure of corporate debt. **Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 609-631, 1995.

BARROS, Joaquim dos Santos; DE LUCA, Márcia Martins Mendes; OLIVEIRA, Marcelle Colares; MACHADO, Marcus Vinicius Veras. A auditoria interna das empresas listadas no novo mercado e nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da B3 S.A. **XXXII Encontro da Anpad**, Rio de Janeiro, 2008.

BARTH, Mary E.; ELLIOTT, John A.; FINN, Mark W. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 387-413, 1999.

BARTH, Mary E.; KONCHITCHKI, Yaniv; LANDSMAN, Wayne R. Cost of capital and earnings transparency. **Journal of Accounting and Economics**, v. 55, n. 2-3: p. 206-224, 2013.

BARTH, Mary E.; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BASCHIERI, Giulia; CAROSI, Andrea; MENGOLI, Stefano. Does the earnings quality matter? Evidence from a quasi-experimental setting. **Finance Research Letters**, v. 19, p. 146-157, 2016.

BASILICO, Elisabetta; GROVE, Hugh. The Relationship between Earnings Quality, Control Mechanisms of Corporate Governance, and Future Stock Price Returns: The Case of the Netherlands. **Corporate Ownership and Control Journal**, v. 10, 2013.

BASU, Sudpita. The conservatism principle and the assymetric timeless os earnings. Journal of Accounting and Economics, p. 78-90, 1997.

BEASLEY, Mark S.; CARCELLO, Joseph V.; HERMANSON, Dana R.; LAPIDES, Paul D. Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 4, p. 441-454, 2000.

BEAVER, William H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of accounting research**, p. 67-92, 1968.

BEAVER, William H.; ENGEL, Ellen E. Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1, p. 177-206, 1996.

BEAVER, William H.; MCNICHOLS, Maureen F. The characteristics and valuation of loss reserves of property casualty insurers. **Review of Accounting Studies**, v. 3, n. 1, p. 73-95, 1998.

BEAVER, William H.; MCNICHOLS, Maureen F.; WANG, Zach Zhiguang. **The Information Content of Earnings Announcements**: New Insights on Intertemporal and Cross-Sectional Behavior. 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2814387>. Acesso em 23 jun. 2016.

BEIRUTH, A. X.; FÁVERO, L. P. L. Um ensaio sobre a adoção das international financial reporting standards em covenants contratuais. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 1, p. 1-22, 2016.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property.** New York: Macmillan Company, 1932.

BHATTACHARYA, Nilabhra; DESAI, Hemang; VENKATARAMAN, Kumar. Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 2, p. 482-516, 2013.

BIDDLE, Gary C.; HILARY, Gilles; VERDI, Rodrigo S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? **Journal of Accounting and Economics**, v. 48, n. 2-3, p. 112-131, 2009.

BLACK; Dirk E; PIERCE, Spencer; THOMAS, Wayne B. A New Measure of Managers' Intentional Income Smoothing. **Tuck School of Business Working Paper** , 2017. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=3026235 Acesso em 05 abr. 2018.

BREDA, Michael F. Van; HENDRIKSEN, Eldon S. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

BURGSTAHLER, David; DICHEV, Ilia. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 99-126, 1997.

BUSHMAN, Robert M.; LERMAN, Alina; ZHANG, X. Frank. The changing landscape of accrual accounting. **Journal of Accounting Research**, v. 54, n. 1, p. 41-78, 2016.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil mediante decisões operacionais. **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, XXX, Salvador, 2006.

CHAN, Konan; CHAN, Louis K. C.; JEGADEESH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. Earnings quality and stock returns. **Journal of Business**, v. 79, n. 3, p. 1041-1082, 2006.

CHOI, Bo Bae; LEE, Doowon; PARK, Youngkyu. Corporate social responsibility, corporate governance and earnings quality: Evidence from Korea. **Corporate Governance**, v. 21, n. 5, p. 447-467, 2013.

CLEARY, Sean. The relationship between firm investment and financial status. The **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 673-692, 1999.

COLLINS, Daniel W.; KOTHARI, SP. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, n. 2-3, p. 143-181, 1989.

COLLINS, Daniel W.; LI, Oliver Zhen; XIE, Hong. What drives the increased informativeness of earnings announcements over time? **Review of Accounting Studies**, v. 14, n. 1, p. 1-30, 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 21:** demonstração intermediária. 2009.

_____. **Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro**. Recuperado em v. 30, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 202 de 06 de dezembro de 1993. Dispõe sobre o registro de companhia para negociações de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão, consolidando e revogando as instruções CVM n. 60/87, 73/87, 118/90 e 127/90. **Diário Oficial da União**, p. 19047, 1993.

CONSONI, S.; COLAUTO, R. D. A divulgação voluntária no contexto da convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 18, n. 62, p. 658-677, 2016.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Governança Corporativa e Earnings Management em Empresas Negociadas na BM&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 28, n. 2, p. 1-29, 2017.

DANTAS, José Alves; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; GALDI, Fernando Caio; COSTA, Fábio Moraes da. Gerenciamento de Resultados em Bancos com Uso de TVM: Validação de Modelo de Dois Estágios/Securities-Based Earnings Management in Banks: Validation of a Two-Stage Model. Revista Contabilidade & Finanças, v. 24, n. 61, p. 37, 2013.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa no Brasil e no mundo:** teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

DEANGELO, Linda Elizabeth. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. **Accounting review**, p. 400-420, 1986.

DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Ilia D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. **Accounting Review**, v. 77, n. s-1, p. 35-59, 2002.

DECHOW, Patricia M.; GE, Weili. The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. **Review of Accounting studies**, v. 11, n. 2-3, p. 253-296, 2006.

DECHOW, Patricia M.; SCHRAND, Catherine M. **Earnings quality**, 2004. Disponível em <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2004.n3.3927>. Acesso em 19 jul. 2016.

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

DECHOW, Patricia; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 344-401, 2010.

DEFOND, Mark L.; JIAMBALVO, James. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of accounting and economics**, v. 17, n. 1, p. 145-176, 1994.

DEFOND, Mark L.; PARK, Chul W. Smoothing income in anticipation of future earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 23, n. 2, p. 115-139, 1997.

_____. The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. **Accounting Review**, v. 76, n. 3, p. 375-404, 2001.

DELOITTE. **Use of IFRS by jurisdiction**. 2016. Disponível em: <www.iasplus.com/Plone/en/resources/use-of-ifrs>. Acesso em 11 nov. 2016.

DEMONIER, Gladyson Brommonschenkel. **O impacto a restrição financeira na prática do conservadorismo contábil**. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2013.

DICHEV, Ilia D. **Accrual duration**. 2015. Disponível em: <https://sites.insead.edu/facultyresearch/research/file.cfm?fid=56684>. Acesso em: 20 abr. 2017.

DICHEV, Ilia D.; GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. Earnings quality: Evidence from the field. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 2, p. 1-33, 2013.

DUTRA, Ednael Silva; COSTA, Fábio Moraes da. A relação entre gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil em companhias abertas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 149-170, 2014.

ELIWA, Yasser; HASLAM, Jim; ABRAHAM, Santhosh. The association between earnings quality and the cost of equity capital: Evidence from the UK. **International Review of Financial Analysis**, v. 48, p. 125-139, 2016.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FARBER, David B. Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter? **Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 539-561, 2005.

FÁVERO, Luiz Paulo. **Métodos quantitativos com Stata**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FÁVERO, Luiz Paulo; DA SILVA, Fabiana Lopes; BELFIORE, Patrícia; CHAN, Betty. **Análise de dados:** modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

_____. **Análise de Dados:** Modelos de Regressão com Excel®, Stata® e SPSS®. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, 504p.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patricia. **Análise de dados:** modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2017.

FAZZARI, Steven M. et al. Financing constraints and corporate investment. **Brookings papers on economic activity**, v. 1988, n. 1, p. 141-206, 1988.

FELTHAM, Gerald A.; OHLSON, James A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary accounting research**, 1995, 11.2: 689-731.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; ALVES, Carlos Francisco. Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação Brasil e Portugal. **Cadernos EBAPE. BR**, v. 16, n. 1, p. 1-13, 2018.

FRANCIS, Jennifer; LAFOND, Ryan; OLSSON, Per M.; SCHIPPER, Katherine. **The market pricing of earnings quality**, 2002. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=414140>. Acesso em 14 fev. 2017.

_____. Costs of equity and earnings attributes. **Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 967-1010, 2004.

FRANK, Mary Margaret; REGO, Sonja Olhoft. Do managers use the valuation allowance account to manage earnings around certain earnings targets? **Journal of the American Taxation Association**, v. 28, n. 1, p. 43-65, 2006.

FRANKEL, Richard; LITOV, Lubomir. Earnings persistence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 47, n. 1, p. 182-190, 2009.

FUDENBERG, Drew; TIROLE, Jean. A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. **Journal of Political economy**, v. 103, n. 1, p. 75-93, 1995.

GAO, Lei; ZHANG, Joseph H. Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 108-127, 2015.

GAO, Pingyang. **A contracting approach to conservatism and earnings management.** The University of Chicago Booth School of Business Working Paper, 2011. Disponível em: <faculty.chicagobooth.edu/workshops/accounting/pdf/GaoConservatismV3.pdf>. Acesso em 15 out. 2017.

GIVOLY, Dan; HAYN, Carla K.; KATZ, Sharon P. Does public ownership of equity improve earnings quality? **Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 195-225, 2010.

GOEL, Anand Mohan; THAKOR, Anjan V. Why do firms smooth earnings? **Journal of Business**, v. 76, n. 1, p. 151-192, 2003.

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

GREGORY, Alan; WHITTAKER, Julie; YAN, Xiaojuan. Corporate social performance, competitive advantage, earnings persistence and firm value. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 43, n. 1-2, p. 3-30, 2016.

GROPPELLI, Angelico A.; NIKBAKHT, Ehsan; CASTRO, André Olimpio Mosselman Du Chenoy. **Administração financeira**. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2002.

GUJARATI, Damodar. N. **Econometria básica**. 3ª edição. São Paulo: Campus/Elsevier, 2006.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica. 5. ed.** . Porto Alegre: AMGH Editora, 2011.

HAIR, Joseph F.; BLACK, William C.; BABIN, Barry J.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L. **Análise Multivariada de Dados.** 6. ed., Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HUANG, Lixin; KALE, Jayant R. **Large Customers, Earnings Persistence, and Earnings Management**, 2018. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=2937346 Acesso em: 22 abr 2018.

HUANG, Pinghsun; ZHANG, Yan; DEIS, Donald R.; MOFFITT, Jacquelyn S. Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently? **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 2, p. 224-233, 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria Avançada da Contabilidade**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2012.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

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

JIN, Li; MYERS, Stewart C. R 2 around the world: New theory and new tests. **Journal of Financial Economics**, v. 79, n. 2, p. 257-292, 2006.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

KAPLAN, Steven N.; ZINGALES, Luigi. **Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?** Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1995.

KASZNIK, Ron; MCNICHOLS, Maureen F. Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 727-759, 2002.

KIRSCHENHEITER, Michael; MELUMAD, Nahum D. Can “Big Bath” and Earnings Smoothing Co-exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies? **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 761-796, 2002.

KOLOZSVARI, Ana Carolina; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 306-319, 2016.

KOS, Sonia Raifur; ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolocci; RAIFUR, Léo. O conteúdo informacional do Relatório da Administração e o desempenho das empresas brasileiras do IB3 S.A. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 2, p. 43-62, 2014.

KOTHARI, SP. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1, p. 105-231, 2001.

KOTHARI, SP.; LEONE, Andrew J.; WASLEY, Charles E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.

KOTHARI, SP.; SHU, Susan; WYSOCKI, Peter D. Do managers withhold bad news? **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 1, p. 241-276, 2009.

LACRUZ, Adonai Jose. **Governança no Terceiro Setor: Estudo em Associações e Fundações Privadas Sem Fins Lucrativos do Segmento Meio Ambiente Com Atuação no Brasil**. 2017. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2017.

LANDSMAN, Wayne R.; MAYDEW, Edward L.; THORNOCK, Jacob R. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1-2, p. 34-54, 2012.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

_____. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

_____. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LARCKER, David F.; RICHARDSON, Scott A.; TUNA, Irem. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.

LAWSON, Bradley P.; WANG, Dechun. The earnings quality information content of dividend policies and audit pricing. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, n. 4, p. 1685-1719, 2015.

LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LI, Feng. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2, p. 221-247, 2008.

LI, Feng; ABEYSEKERA, Indra; MA, Shiguang. The effect of financial status on earnings quality of Chinese-listed firms. **Journal of Asia-Pacific Business**, v. 15, n. 1, p. 4-26, 2014.

LI, Si; RICHIE, Nivine. **Income Smoothing and the Cost of Debt**, 2009. Disponível em: <SSRN: https://ssrn.com/abstract=1621760>. Acesso em 22 mai. 2017.

LI, Xi. Accounting conservatism and the cost of capital: An international analysis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 42, n. 5-6, p. 555-582, 2015.

LICERÁN-GUTIÉRREZ, Ana; CANO-RODRÍGUEZ, Manuel. **Measuring Earnings Quality:** A Proposal of a Theoretical Framework and an Empirical Method. 2017. Disponível em: <SSRN: https://ssrn.com/abstract=3079680>. Acesso em 22 mai. 2017.

LINHARES, Flavio Sergio; COSTA, Fábio Moraes da; BEIRUTH, Aziz Xavier. Gerenciamento de resultados e eficiência de investimentos. **RBGN Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 20, n. 2, p. 295-310, mar. 2018. ISSN 1983-0807. Disponível em: <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/3180>. Acesso em: 05 abr 2018.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade**: Uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2012.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva et al. **Impact of convergence to international accounting standards in Brazil on the informational content of accounting**. 2014. Disponível em: <SSRN:https://ssrn.com/abstract=2409399>. Acesso em 19 set. 2016.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V.; MENDONÇA, P. H. C. Impacto da convergência às normas contábeis internacionais no Brasil sobre o conteúdo informacional da Contabilidade. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 222-239, 2013.

MACHADO, Sérgio Jurandyr; MARTINS, Sérgio Ricardo; MIRANDA, Victor Kortenhaus. Acumulações Discricionárias Extremas Em Ambientes de Recessão: Uma Análise Comparativa Entre Brasil e Estados Unidos. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 15, n. 3, 2012.

MAN, Yimei; LOCKE, Stuart; HEWA WELLALAGE, Nirosha. **Earnings management and agency costs: evidence from China**, 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3138418>. Acesso em 17 mar. 2018.

MARQUES, Luís David. **Modelos dinâmicos com dados em painel:** revisão de literatura. Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia do Porto, 2000. Disponível em: <https://www.fep.up.pt/investigação/workingpapers/_.old_WP_Fev09/wp100.PDF>. Acesso em 18 jul. 2017.

MARQUES, Wagner Antônio; ALVES, Rosilaine Francisca Campos; AMARAL, Hudson Fernandes; SOUZA, Antônio Artur de . Relação entre Níveis de Governança, Política de Dividendos, Endividamento e Valor das Empresas Brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 3, n. 2, p. 4-26, 2015.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando *earnings management* no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 19, n. 46, 2008.

MARTINEZ, A. L.Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

MARTINEZ, Antonio Lopo; MORAES, Arquimedes de Jesus. Relationship between auditors'fees and earnings management. **Revista de Administração de Empresas**, v. 57, n. 2, p. 148-157, 2017.

MAZZIONI, Sady; DIEL, Fábio José; DE OLIVEIRA, Juliete Maria Senczkowski. Attributes of the Quality of Accounting Information in Firms that Participate in the Brazilian Stock Market. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 19, n. 2, p. 230-253, 2016.

MAZZIONI, Sady; PRIGOL, Viviane; MOURA, Geovanne Dias de; KLANN, Roberto Carlos. Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 61-86, 2015.

MCCONNELL, John J.; SERVAES, Henri. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial economics**, v. 27, n. 2, p. 595-612, 1990.

MILLER, Fred L.; SMITH, Katherine Taken; SMITH, L. Murphy. Development of and student reactions to an international accounting GIS case problem. **International Journal of Teaching and Case Studies**, v. 4, n. 3, p. 195-217, 2013.

MONTEIRO, M. A. P.; OLIVEIRA, M. C.; MARCON, R.; ALENCAR, R. C. External corporate governance mechanisms: mergers and acquisitions on the brazilian market. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 2, p. 4-19, 2014.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MORETTIN, Pedro Alberto. **Econometria financeira**: um curso em séries temporais financeiras. 2. ed. São Paulo: Edgard Blücher, 2010.

MYERS, James N.; MYERS, Linda A.; SKINNER, Douglas J. Earnings momentum and earnings management. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 22, n. 2, p. 249-284, 2007.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Silvio Hiroshi. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 51, 2009.

OHLSON, James A. Accruals: an overview. **China Journal of Accounting Research**, v. 7, n. 2, p. 65-80, 2014.

OLIVEIRA, Fernando Nascimento; OLIVEIRA, Pedro Góes Monteiro de. Uma análise empírica das políticas de financiamento adotadas pelas empresas de capital aberto brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 4, art. 171, p. 459-484, 2009.

PEASNELL, Ken V.; POPE, Peter F.; YOUNG, Steve. Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. **Accounting and Business Research**, v. 30, n. 4, p. 313-326, 2000.

PENMAN, Stephen H.; ZHANG, Xiao-Jun. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. **Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 237-264, 2002.

PERSAKIS, Anthony; IATRIDIS, George Emmanuel. Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 30, p. 1-35, 2015.

PETRONI, Kathy R.; RYAN, Stephen G.; WAHLEN, James M. Discretionary and non-discretionary revisions of loss reserves by property-casualty insurers: Differential implications for future profitability, risk and market value. **Review of Accounting Studies**, v. 5, n. 2, p. 95-125, 2000.

PIMENTEL, Renê Coppe; AGUIAR, Andson Braga de. Persistence of quarterly earnings: an empirical investigation in Brazil. **Brazilian Business Review**, v. 9, p. 38-54, 2012.

_____. The role of earnings persistence in valuation accuracy and the time horizon. **Revista de Administração de Empresas**, v. 56, n. 1, p. 71-86, 2016.

PREVOST, Andrew K.; RAO, Ramesh P.; SKOUSEN, Christopher J. **Earnings management and the cost of debt**, 2008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1083808>. Acesso em 07 nov. 2017.

REZENDE, Celso Vieira de; ALMEIDA, Neirilaine Silva de; LEMES, Sirlei. Impacto das IFRS na assimetria de informação evidenciada no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, 2015.

RODRIGUES, Rodolfo Maia Rosado Cascudo; PAULO, Edilson; DE MELO, Clayton Levy Lima. Gerenciamento de resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não-financeiras do Ibovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 28, n. 3, p. 82-102, 2018.

RODRIGUEZ JR, Ramon P.; SALTER, Stephen B.; SMITH, L. Murphy. An examination of the agency theory problem of earnings management: is it an Anglo-Saxon cultural phenomenon? **International Journal of Critical Accounting**, v. 7, n. 5-6, p. 487-511, 2015.

RONEN, Joshua; SADAN, Simcha. **Smoothing income numbers:** Objectives, means, and implications. Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, 1981.

RONEN, Joshua; YAARI, Varda. **Earnings management**. Nova York: Springer US, 2008.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SANKAR, Mandira Roy; SUBRAMANYAM, K. R. Reporting discretion and private information communication through earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 2, p. 365-386, 2001.

SARLO NETO, Alfredo. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SCHIPPER, Katherine. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SCHIPPER, Katherine; VINCENT, Linda. Earnings quality. **Accounting Horizons**, v. 17, p. 97-110, 2003.

SCOTT, William Robert. **Financial accounting theory**. 6. ed, Upper Saddle River, NJ: Prentice hall, 2012.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; MARGEM, Helena. Mulheres em Cargos de Alta Administração Afetam o Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 1, 2015.

SKINNER, Douglas J.; SLOAN, Richard G. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. **Review of Accounting Studies**, v. 7, n. 2, p. 289-312, 2002.

SLOAN, Allan. Search in. Accounting review, v. 71, n. 3, p. 289-315, 1996.

SMITH JR, Clifford W. A perspective on accounting-based debt covenant violations. **Accounting Review**, p. 289-303, 1993.

SMITH, Clifford W.; WARNER, Jerold B. On financial contracting: An analysis of bond covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. Econometria. **Agricultura em São Paulo**, v. 51, n. 2, p. 85, 2004.

SUMMERS, Scott L.; SWEENEY, John T. Fraudulently misstated financial statements and insider trading: An empirical analysis. **Accounting Review**, v. 73, n. 1, p. 131-146, 1998.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 17, n. 42, 2006.

THEÓPHILO, Carlos Renato; MARTINS, Gilberto de Andrade. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, v. 2, p. 104-119, 2009.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

TRUEMAN, Brett; TITMAN, Sheridan. An explanation for accounting income smoothing. **Journal of Accounting Research**, v. 26, p. 127-139, 1988.

TRUONG, Cameron. Information content of earnings announcements in the New Zealand equity market, a longitudinal analysis. **Accounting & Finance**, v. 52, n. s1, p. 403-432, 2012.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; ALVES, Denisard (Coord.) **Manual de econometria**. São Paulo: Atlas, 2000.

VESCO, Delci Grapégia dal; BEUREN, Ilse Maria. Influência da estrutura de propriedade e dos interlocks entre proprietários no desempenho das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 3, 2015.

WATTS, Ross L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, 2003.

WILSON, Reginald. Nonprofessional Investors' Framework for Understanding Earnings Quality (October 21, 2015). **Journal of Accounting and Finance**, Vol. 16 (1), p. 113-123, 2016. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2677056>. Acesso em 20 jan. 2017.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory Econometrics**: A Modern Approach. Boston: Cengage Learning, 2012.

XIE, Hong. The mispricing of abnormal accruals. **Accounting Review**, v. 76, n. 3, p. 357-373, 2001.

ANEXOS

ANEXO A - Empresas selecionadas e respectivos setores econômicos

NOME_EMPRESA	SETOR	NOME_EMPRESA	SETOR
PETROBRAS	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	SCHULZ	Bens Industriais
VALE	Materiais Básicos	FRAS-LE	Bens Industriais
ITAU S.A	Financeiro e Outros	SPRINGS	Consumo Cíclico
BMFB3 S.A	Financeiro e Outros	INDS ROMI	Bens Industriais
KROTON	Consumo Cíclico	GRAZZIOTIN	Consumo Cíclico
USIMINAS	Materiais Básicos	KLABIN S.A	Materiais Básicos
JBS	Consumo não-Cíclico	METALFRIO	Bens Industriais
ESTACIO PART	Consumo Cíclico	JEREISSATI	Telecomunicações
CIELO	Financeiro e Outros	KEPLER WEBER	Bens Industriais
BRF SA	Consumo não-Cíclico	TERRA SANTA	Consumo não-Cíclico
CCR S.A	Bens Industriais	FER HERINGER	Materiais Básicos
ULTRAPAR	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	CELESC	Utilidade Pública
LOCALIZA	Consumo Cíclico	EUCATEX	Materiais Básicos
P. AÇUCAR-CBD	Consumo não-Cíclico	DIMED	Saúde
LOJAS AMERIC	Consumo Cíclico	CONTAX	Bens Industriais
SABESP	Utilidade Pública	FORJA TAURUS	Bens Industriais
RUMO S.A.	Bens Industriais	MINUPAR	Consumo não-Cíclico
TELEF BRASIL	Telecomunicações	EMAE	Utilidade Pública
MULTIPLAN	Financeiro e Outros	COTEMINAS	Consumo Cíclico
NATURA	Consumo não-Cíclico	LE LIS BLANC	Consumo Cíclico
RAIADROGASIL	Saúde	TARPON INV	Financeiro e Outros
LOJAS RENNER	Consumo Cíclico	CYRE COM-CCP	Financeiro e Outros
SUZANO PAPEL	Materiais Básicos	METISA	Bens Industriais
EQUATORIAL	Utilidade Pública	JOAO FORTES	Consumo Cíclico
CEMIG	Utilidade Pública	VIVER	Consumo Cíclico
HYPERMARCAS	Consumo não-Cíclico	PLASCAR PART	Consumo Cíclico
BRASKEM	Materiais Básicos	GENERALSHOPP	Financeiro e Outros
BR MALLS PAR	Financeiro e Outros	NADIR FIGUEI	Consumo Cíclico
MRV	Consumo Cíclico	TEKNO	Materiais Básicos
GOL	Bens Industriais	GER PARANAP	Utilidade Pública
ELETROBRAS	Utilidade Pública	TECTOY	Consumo Cíclico
M. DIASBRANCO	Consumo não-Cíclico	ALFA CONSORC	Financeiro e Outros
CIA HERING	Consumo Cíclico	HAGA S.A	Bens Industriais
EMBRAER	Bens Industriais	KARSTEN	Consumo Cíclico
CESP	Utilidade Pública	WLM IND COM	Bens Industriais
FIBRIA	Materiais Básicos	DASA	Saúde

CYRELA REALT	Consumo Cíclico	SANTANENSE	Consumo Cíclico
ENGIE BRASIL	Utilidade Pública	EXCELSIOR	Consumo não-Cíclico
TRAN PAULIST	Utilidade Pública	MANGELS INDL	Materiais Básicos
IGUATEMI	Financeiro e Outros	CEB	Utilidade Pública
SANEPAR	Utilidade Pública	CELUL IRANI	Materiais Básicos
FLEURY	Saúde	HOTEIS OTHON	Consumo Cíclico
B2W DIGITAL	Consumo Cíclico	COELBA	Utilidade Pública
ECORODOVIAS	Bens Industriais	BARDELLA	Bens Industriais
ODONTOPREV	Saúde	MUNDIAL	Consumo Cíclico
TAESA	Utilidade Pública	SPTURIS	Consumo Cíclico
TIM PART S.A	Telecomunicações	HABITASUL	Financeiro e Outros
LIGHT S.A	Utilidade Pública	ENERGISA MT	Utilidade Pública
COPASA	Utilidade Pública	CEEE-GT	Utilidade Pública
WEG	Bens Industriais	TEKA	Consumo Cíclico
ALPARGATAS	Consumo Cíclico	REDE ENERGIA	Utilidade Pública
VIAVAREJO	Consumo Cíclico	SANSUY	Materiais Básicos
CPFL ENERGIA	Utilidade Pública	ESTRELA	Consumo Cíclico
ENERGIAS BR	Utilidade Pública	POMIFRUTAS	Consumo não-Cíclico
MARCOPOLO	Bens Industriais	WHIRLPOOL	Consumo Cíclico
DURATEX	Materiais Básicos	DTCOM-DIRECT	Bens Industriais
ENERGISA	Utilidade Pública	BATTISTELLA	Financeiro e Outros
SANTOS BRP	Bens Industriais	SONDOTECNICA	Bens Industriais
VALID	Bens Industriais	CREMER	Saúde
MARFRIG	Consumo não-Cíclico	TRISUL	Consumo Cíclico
ALIANSCE	Financeiro e Outros	JOSAPAR	Consumo não-Cíclico
COPEL	Utilidade Pública	METAL IGUACU	Materiais Básicos
SAO MARTINHO	Consumo não-Cíclico	CR2	Consumo Cíclico
GRENDENE	Consumo Cíclico	RIOSULENSE	Bens Industriais
IOCHP-MAXION	Consumo Cíclico	CEEE-D	Utilidade Pública
GUARARAPES	Consumo Cíclico	CELGPAR	Utilidade Pública
OI	Telecomunicações	AFLUENTE	Utilidade Pública
RANDON PART	Bens Industriais	ACO ALTONA	Bens Industriais
TUPY	Bens Industriais	NUTRIPLANT	Materiais Básicos
METAL LEVE	Consumo Cíclico	ITAUTEC	Tecnologia da Informação
TECNISA	Consumo Cíclico	COSERN	Utilidade Pública
TOTVS	Tecnologia da Informação	PANATLANTICA	Materiais Básicos
TRIUNFO PART	Bens Industriais	ELEKEIROZ	Materiais Básicos
BR PROPERT	Financeiro e Outros	WETZEL S.A	Bens Industriais
PDG REALT	Consumo Cíclico	CEDRO	Consumo Cíclico
EVEN	Consumo Cíclico	CELPA	Utilidade Pública

COMGAS	Utilidade Pública	MENDES JR	Bens Industriais
GAFISA	Consumo Cíclico	BIC MONARK	Consumo Cíclico
DIRECIONAL	Consumo Cíclico	ODERICH	Consumo não-Cíclico
JHSF PART	Consumo Cíclico	SAUIPE	Consumo Cíclico
SLC AGRICOLA	Consumo não-Cíclico	IND CATAGUAS	Consumo Cíclico
CSU CARDSYST	Bens Industriais	FIBAM	Materiais Básicos
HELBOR	Consumo Cíclico	TREVISA	Bens Industriais
FERBASA	Materiais Básicos	CONST A LIND	Consumo Cíclico
PROFARMA	Saúde	FINANSINOS	Financeiro e Outros
BR BROKERS	Financeiro e Outros	DOHLER	Consumo Cíclico
LUPATECH	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ALIPERTI	Financeiro e Outros
TEGMA	Bens Industriais	CASAN	Utilidade Pública
ETERNIT	Bens Industriais	ELEKTRO	Utilidade Pública
MAGNESITA S.A	Materiais Básicos	MRS LOGIST	Bens Industriais
LOPES BRASIL	Financeiro e Outros	AES ELPA	Utilidade Pública
PRUMO	Bens Industriais	CRISTAL	Materiais Básicos
COELCE	Utilidade Pública	RODOBENSIMOB	Consumo Cíclico
IDEIASNET	Tecnologia da Informação	GERDAU	Materiais Básicos
POSITIVO INF	Tecnologia da Informação	GERDAU MET	Materiais Básicos
ROSSI RESID	Consumo Cíclico	AREZZO CO	Consumo Cíclico
PARANAPANEMA	Materiais Básicos	MINERVA	Consumo não-Cíclico
ENEVA	Utilidade Pública	MULTIPLUS	Consumo Cíclico
LOG-IN	Bens Industriais	LOJAS MARISA	Consumo Cíclico
SAO CARLOS	Financeiro e Outros	MILLS	Bens Industriais
SARAIVA LIVR	Consumo Cíclico	PETRORIO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
BOMBRIL	Consumo não-Cíclico	JSL	Bens Industriais
PAR AL BAHIA	Financeiro e Outros		