

Qualidade nos Lucros: Efeito combinado da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados**Elizeu Maria Junior**

elizeu.maria@ufes.br - Universidade Federal do Espírito Santo

Teresa Cristina Janes Carneiro

carneiro.teresa@gmail.com - Universidade Federal do Espírito Santo

Luiz Cláudio Louzada

louzadalvi@yahoo.com.br - Universidade Federal do Espírito Santo

Hélio Zanquetto Filho

zanquetto@gmail.com - Universidade Federal do Espírito Santo

Patrícia Maria Bortolon

patricia.bortolon@ufes.br - Universidade Federal do Espírito Santo

Resumo

Os relatórios financeiros constituem-se como relevante fonte de informação para os investidores e demais agentes do mercado de capitais. Este artigo 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 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 de cada atributo. Para o desenvolvimento desta pesquisa 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 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. Estes resultados sustentaram as hipóteses conceituais apresentadas nesta pesquisa.

Palavras-chave: Informações financeiras; Percepção do mercado; Atributos combinados.

Introdução

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 seus atributos 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.

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).

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. Destaca-se então o seguinte problema de pesquisa: Os atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados são mais eficientes para discriminarem as empresas com Qualidade nos Lucros quando combinados?

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.

2. Revisão de Literatura

2.1 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 prever 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.

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.

Na seção seguinte são apresentados os indicadores de mercado que expressão a Qualidade nos lucros das empresas.

2.2 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) 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 em 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. Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados.

2.3 Endividamento

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.

2.4 Governança Corporativa

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 Basílico e Grove (2013) e Marques et al. (2015) 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.

2.5 Persistência nos Lucros combinado ao Gerenciamento de Resultados

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) 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.

3. Metodologia da Pesquisa

Para o desenvolvimento da pesquisa utiliza-se dados secundários divulgados pelas empresas ativas e de capital aberto, com ações ordinárias negociadas na B3, limitada àquelas que possuíam dados disponíveis referentes ao período compreendido entre o 1º trimestre de 2010 e o 4º 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. 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. 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 sendo mantidas na amostra empresas de todos os setores econômicos, conforme discriminados pela B3.

. A partir dos objetivos da pesquisa 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. As análises foram feitas por meio de técnicas de regressões lineares simples e multivariadas e regressões logísticas binárias, estando os modelos apresentados a seguir, nas etapas do percurso metodológico.

Primeira etapa: Esta etapa foi direcionada à obtenção e parametrização das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados, sendo utilizados os seguintes modelos: Métrica de Persistência nos Lucros (PIMENTEL; AGUIAR, 2012; KOLOZSVARI; MACEDO, 2016):

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

Nota: Onde $\alpha_i \Rightarrow$ constante do modelo; $ROA_{i,t} \Rightarrow$ é a medida de retorno sobre ativo total de uma empresa i no período t ; $\beta \Rightarrow$ 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):

$$\Delta CG_{i,t} = \beta_i + \beta_1 \cdot FCO_{i,t+1} + \beta_2 \cdot FCO_{i,t} + \beta_3 \cdot FCO_{i,t-1} + \varphi_{i,t} \quad (2)$$

Nota: Onde $\Delta CG \Rightarrow$ Variação do Capital de giro líquido das disponibilidades no período t ; FCO_{t+1} , FCO_t , $FCO_{t-1} \Rightarrow$ Fluxos de caixa operacionais nos períodos $t+1$, t e $t-1$; β_0 , β_1 , β_2 e $\beta_3 \Rightarrow$ intercepto e parâmetros dos Fluxos de caixa operacionais, respectivamente; e $\varphi_{i,t} \Rightarrow$ termo de erro (resíduos) da empresa i no tempo t .

$$\varphi_{i,t} = \beta_i + \beta_1 \cdot \Delta RL_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (3)$$

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).

Conforme Basu (1997) a confirmação das previsões de mercado determinariam a Persistência nos Lucros. Todavia, por não haver disponibilidade de previsão dos lucros para todas as empresas a expressão 1 possibilita a obtenção de uma *proxy* de persistência, sendo o termo de erro o lucro inesperado, desta forma, quanto maior for o termo de erro (ε) da expressão 1 menor será a Persistência nos Lucros desta empresa. Acerca da métrica de Gerenciamento de Resultados Ohlson (2014) e Dichev (2015) apresentam que a variação do capital de giro de uma empresa deve ser explicada pelo fluxo de caixa operacional desta em períodos distintos em função do regime de competência contábil. Segundo os autores a parte não explicada por esta relação, apresentada na expressão 2 pelo termo de erro (φ), deve possuir relação com a variação da receita líquida da empresa, pois caso não haja, haverá evidências significativas de que as acumulações (*accruals*) discricionárias desta empresa estão sendo utilizadas para manipular as informações financeiras. Desta forma a *proxy* de gerenciamento de resultados é dada pelo termo de erro da expressão 3 (ω).

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. São apresentados abaixo os modelos utilizados para parametrização dos erros:

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

$$Erro\ Médio_GR_{i,a} = \frac{\sum_{t=1}^{t=4} (\omega_{i,t})^2}{\sqrt{n}} \quad (5)$$

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 das acumulações discricionárias calculadas para empresa i no ano a; $\omega_{i,t}$ => erro obtido pelo modelo de Gerenciamento de resultados (expressão 3) 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. As variáveis explicativas utilizadas para evidenciar a Qualidade nos Lucros basearam-se em indicadores de mercado e de informações provenientes das empresas. O Quadro 1 apresenta as variáveis utilizadas e o respectivo cálculo para obtenção:

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 <i>dummy</i> - 1 empresas do Novo Mercado; 0 demais empresas
RF	Restrição Financeira	<i>Dummy</i> p/ empresas com restrições financeiras

Quadro 1 - Variáveis independentes dos modelos logísticos

Fonte: Baseado em pesquisas anteriores, conforme descrito no referencial teórico.

Por meio dos modelos descritos nas expressões 6 e 7 verificou-se a probabilidade de ocorrência da Qualidade nos Lucros utilizando como variáveis dependentes a Persistência nos Lucros e o Gerenciamento de Resultados:

$$\frac{\text{prob}}{QL_{PL}} \left(\frac{0}{1} \right)_{it} = \frac{1}{1 + e^{(\alpha_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}} \quad (6)$$

$$\frac{\text{prob}}{QL_{GR}} \left(\frac{0}{1} \right)_{it} = \frac{1}{1 + e^{(\alpha_i + \beta_1.VM_{i,t} + \beta_2.IPL_{i,t} + \beta_3.CD_{i,t} + \beta_4.GC_{i,t} + \beta_5.RF_{i,t})}} \quad (7)$$

Nota: Em que $\text{Prob}/QL_{PL} \left(\frac{0}{1} \right)$ e $\text{Prob}/QL_{GR} \left(\frac{0}{1} \right)$ 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. Os valores parametrizados de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de resultados foram ordenados de forma crescente. Aos valores menores que a mediana foram atribuídos valores iguais a 1, empresas com Qualidade nos Lucros. As demais empresas foram atribuídas valores iguais a zero, sem Qualidade nos Lucros.

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 da métrica de Persistência com a de Gerenciamento em função dos indicadores de mercado que expressam essa mesma qualidade, descritos no Quadro 1. Para testar os efeitos desta análise combinada em relação aos atributos analisados isoladamente foram comparados os resultados dos modelos de regressão logística em que se utilizaram os atributos isoladamente com o modelo que combinou os atributos. Segue abaixo o modelo utilizado para a análise combinada da Persistência nos Lucros com o Gerenciamento de Resultados:

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

(8)

Nota: Em que, Prob/QL_{combinação} $\binom{0}{1}$ representa (1) para empresas com maiores níveis de Persistência nos Lucros e menores níveis de Gerenciamento de Resultados, portanto, com Qualidade nos Lucros; e (0) empresas com menores níveis de Persistência nos Lucros e maiores níveis de Gerenciamento de Resultados, 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. Separadas as empresas com Persistência nos Lucros foram ordenadas por ordem crescente de Gerenciamento de Resultados. O ponto de corte foi a mediana da mesma métrica de Gerenciamento, sendo atribuído valores iguais a 1 para as empresas com valores de Gerenciamento menores que a mediana (empresas com Persistência nos Lucros e com níveis não significativos de Gerenciamento de Resultados), destacando-as como de Qualidade nos Lucros. Entre as empresas sem Persistência nos Lucros foram destacadas as que possuíam maiores níveis de Gerenciamento de resultados, atribuindo a estas empresas valores iguais a zero, destacando-as como sem Qualidade nos Lucros. Foram realizados os testes estatísticos para verificação dos pressupostos necessários a utilização de modelos por mínimos quadrados ordinários. A seção seguinte apresenta os resultados dos testes realizados bem como a análise dos modelos propostos nesta pesquisa.

4. Análise dos resultados

Na Tabela 1 é possível observar os resultados dos testes realizados para escolha da abordagem de dados em painel com melhor adequação aos dados desta pesquisa. Para verificar a abordagem mais adequada para dados em painel entre POLS, Efeitos fixos ou Efeitos aleatórios foram realizados os testes de Breusch-Pagan, Hausman e Chow (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Como é possível observar na Tabela 1 a abordagem por Efeitos Fixos mostrou-se mais adequada aos três modelos utilizados para o cálculo das métricas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados.

Tabela 1 - Distribuição das empresas analisadas por setor econômico

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 => (ROA_{i,t} = α_i + β₁.ROA_{i,t-1} + ε_{i,t}).

Modelo_GR_ etapa1 => (ΔCG_{i,t} = β₁ + β₁.FCO_{i,t+1} + β₂.FCO_{i,t} + β₃.FCO_{i,t-1} + φ_{i,t});

Modelo_GR_ etapa2 => (φ_{i,t} = β₁ + β₁.ΔRL_{i,t} + ω_{i,t});

Teste Breusch - Pagan LM (X²)=> H₀: Modelo POLS; H₁: Efeitos aleatórios;

Teste De Hausman (X²) => H₀: Efeitos aleatórios; H₁: Efeitos fixos;

Teste de Chow (X²) => H₀: Modelo POLS; H₁: 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 2 são apresentados os resultados dos modelos descritos nas expressões 1, 2 e 3 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 2 - Resultados dos modelos utilizados para obtenção das variáveis Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados

Variáveis	Abordagem por Efeitos Fixos ⁺			Prob > F
	Dependentes	Independentes	Coefic. Desv. Padrão	
<i>(ROA) Modelo_PL</i> <i>(Expressão 1)</i>	Constante	0.3766*	-0.0537	0.000
	ROA_{t-1}	0.1755*	-0.0145	
<i>ΔCG</i> <i>Modelo_GR_passo1</i> <i>(Expressão 2)</i>	Constante	0.0401	-0.0589	0.017
	FCO_{t-1}	-1.32E-14	-3.01E-11	
	FCO_t	5.70e-11**	-2.89E-11	
<i>AD Modelo_GR_passo2</i> <i>(Expressão 3)</i>	FCO_{t+1}	-6.59E-11**	-3.19E-11	0.7966
	Constante	0.000	-0.0513	
	ΔRL	-0.0083	-0.0324	

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: (Prob>F) Estatística F para significância do modelo apresentado por P-Valor; (PL) Persistência nos Lucros; (ROA) Modelo_PL, conforme expressão 1 $\Rightarrow (ROA_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \cdot ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t})$; (*GR_passo1*) Gerenciamento de Resultados passo 1, conforme expressão 2 $\Rightarrow (\Delta CG_{i,t} = \beta_i + \beta_1 \cdot FCO_{i,t+1} + \beta_2 \cdot FCO_{i,t} + \beta_3 \cdot FCO_{i,t-1} + \varphi_{i,t})$; (*GR_passo2*) Gerenciamento de Resultados passo 2, conforme expressão 3 $\Rightarrow (\varphi_{i,t} = \beta_i + \beta_1 \cdot \Delta RL_{i,t} + \omega_{i,t})$; (ROA) Retorno sobre ativo total; (FCO) Fluxo de Caixa Operacional; (ΔCG) Variação do Capital de Giro; (ΔRL) Variação da Receita Líquida; As acumulações discricionárias (AD) apresentadas como variável dependente do Modelo_GR_passo2 equivalem ao termo de erro da expressão 2; *P-Valor<0,01; **P-valor<0,05; ***P-valor<0,10.

A matriz de correlação simples entre as variáveis quantitativas Valor de Mercado, Índice Preço/Lucro e Custo da dívida, descrita por Fávero e Belfiore (2017) como instrumento para verificação da multicolinearidade entre variáveis explicativas apresentou VIF <0,5 e P-Valor >0,1 para todas as correlações denotando a inexistência de correlação significativa entre as variáveis analisadas.

A Tabela 3 apresenta os resultados dos modelos referentes à Qualidade nos Lucros por meio das métricas isoladamente e de forma combinada. Observa-se, por meio da significância do teste de qui-quadrado (0.000) para os 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 ou as métricas combinadas de Persistência e Gerenciamento, 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 3, 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; entretanto, o modelo de análise combinada das métricas apresentou maior R^2 de Nagelkerke em que 27,1% 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 das métricas combinadas.

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 tanto a partir da métrica de Persistência nos Lucros quanto por meio das métricas combinadas.

Tabela 3 - Resultados dos modelos 6, 7 e 8

Coefic.	Variáveis	Sinal Esperado	Modelo PL ⁽¹⁾		Modelo GR ⁽²⁾		Análise Combinada	
			Coef.	P-Valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-Valor
β_1	Valor de Mercado	+	-1.629	0.000	0.091	0.271	-1.377	0.000
β_2	Índice Preço/Lucro	+	0.003	0.453	-0.002	0.565	-0.001	0.842
β_3	Custo da Dívida	-	-0.009	0.004	-0.002	0.238	-0.012	0.014
β_4	Gov. Corporativa	+	0.584	0.043	0.506	0.001	1.333	0.000
β_5	Risco Financeiro	-	-0.840	0.000	-0.632	0.000	-1.750	0.000
Número de Observações			944.000		944.000		501.000	
Teste χ^2			76.620	0.000	43.090	0.000	110.850	0.000
Teste de Hosmer e Lemeshow			0.297		0.623		0.244	
Teste de coeficientes de modelo <i>Omnibus</i>			0.000		0.000		0.000	
R^2 de Nagelkerke			0.216		0.072		0.271	

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

Nota: Modelos de regressão logística binária como proposto nas expressões 6, 7 e 8.

Modelo PL⁽¹⁾ - Variável dependente: Persistência nos Lucros {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 6.

Modelo GR⁽²⁾ - Variável dependente: Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros - (Dados separados pela mediana)}, conforme expressão 7; Análise Combinada - Variável dependente: métrica combinada dos atributos Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros), conforme expressão 8.

É possível observar na Tabela 3 a relação entre o sinal esperado e o sinal obtido nas variáveis explicativas, dos quais se destaca o sinal da variável Valor de Mercado. 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 Jiang, Lee e Anandarajan (2008), o Valor de Mercado da empresa tende a incorporar a expectativa de crescimento de sua lucratividade. Pesquisas como as de Vesco e Beuren (2015) e Silva e Margem (2015) 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 Tabela 4 apresenta a classificação prevista para as observações com base nos parâmetros obtidos nos modelos de regressão logística estabelecidos nas expressões 6, 7 e 8. O objetivo dessa Tabela é apresentar a eficiência dos modelos testados em relação à correta classificação das observações. O modelo PL⁽¹⁾ testa a probabilidade de ocorrência de Qualidade nos Lucros com base no atributo da Persistência nos Lucros. Já o modelo GR⁽²⁾ testa a probabilidade de ocorrência de Qualidade nos Lucros com base no atributo do Gerenciamento de Resultados, enquanto o modelo de Análise combinada testa a probabilidade de ocorrência de Qualidade nos Lucros com base na combinação das métricas de Persistência e Gerenciamento.

Observa-se na Tabela 4 que a eficiência global do modelo PL⁽¹⁾ 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%. É possível verificar ainda na Tabela 4 que 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 apresentou eficiência global de 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 Análise Combinada apresentou-se mais eficiente para discriminação das empresas com Qualidade nos Lucros, de maneira similar aos resultados obtidos pelos modelos PL⁽¹⁾ e GR⁽²⁾. Entretanto, a discriminação das empresas sem Qualidade nos Lucros também apresentou melhor desempenho no modelo Análise Combinada, com 53,26% de probabilidade de acerto, frente aos 42,23% e 33,41% obtidos nos modelos PL⁽¹⁾ e GR⁽²⁾, respectivamente.

Tabela 4 - Classificação e eficiência global dos modelos PL, GR e Análise Combinada

	Descrição	Total Obs.	Previsão dos Modelos		(% de Acerto
			Sem Q.L	Com Q.L	
Modelo PL ⁽¹⁾	Sem Q.L	386	163	223	42.23%
	Com Q.L	558	75	483	86.56%
	Totais	944	238	706	68.43%
Modelo GR ⁽²⁾	Sem Q.L	425	142	283	33.41%
	Com Q.L	519	91	428	82.46%
	Totais	944	233	711	60.38%
Análise Combinada	Sem Q.L	184	98	86	53.26%
	Com Q.L	317	44	273	86.11%
	Totais	501	142	359	74.05%

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

Nota: Modelos de regressão logística binária como proposto nas expressões 6, 7 e 8.

Modelo PL⁽¹⁾ - Variável dependente: (PL) Persistência nos Lucros {0 - empresas sem (Q.L) Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros}, conforme expressão 6; Modelo GR⁽²⁾ - Variável dependente: (GR) Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros}, conforme expressão 7; Modelo Análise Combinada - Variável dependente: métricas combinadas de Persistência nos Lucros e Gerenciamento de Resultados {0 - empresas sem Qualidade nos Lucros/1 - empresas com Qualidade nos Lucros}, conforme expressão 8.

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de desempenho dos modelos verificados neste estudo. É possível observar que o modelo de Qualidade nos Lucros baseado na métrica de

Persistência nos Lucros apresentaram melhor desempenho do que o modelo baseado no Gerenciamento de Resultados.

Tabela 5 - Resultado dos testes de eficiência dos modelos verificados

Mod. Testado	AIC	BIC	Curva ROC	% Acerto ₍₀₎	% Acerto ⁽¹⁾	(Δ) Acerto	R ² de Nagelkerke
Modelo PL ⁽¹⁾	1128.2	1157.3	0.7140	59.11	68.43	9.32	0.216
Modelo GR ⁽²⁾	1271.4	1300.49	0.6248	54.98	60.38	5.40	0.072
Análise Combinada	559.95	585.25	0.7691	63.27	74.05	10.78	0.271

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

Nota: (PL⁽¹⁾) Persistência nos Lucros; (GR⁽²⁾) 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.

Observa-se que o melhor desempenho geral é apresentado pelo modelo Análise Combinada das métricas de Qualidade nos Lucros. Os menores valores de AIC e BIC (559.95 e 585.25, respectivamente), a maior área sob a curva ROC (0.7691) e o maior valor do R² de Nagelkerke evidenciam o melhor desempenho do modelo Análise Combinada para discriminar as empresas com Qualidade nos Lucros por meio das variáveis explicativas utilizadas.

5. Conclusões

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; DECHOW; GE; SCHRAND 2010; KOLOZSVARI; MACEDO, 2016).

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 quando utiliza-se da métrica Gerenciamento de Resultados para verificação desta qualidade. O estudo de Bushman et al. (2016), que analisa a relação 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.

A partir dos resultados de Bushman et al. (2016), é possível inferir que a perda de significância na relação entre as acumulações e os fluxos de caixa operacionais, tenha impactado na relevância das acumulações discricionárias obtidas por meio das expressões 2 e 3, utilizadas 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 destas acumulações. 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).

Referências

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.

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

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 asymmetric timeless earnings. **Journal of Accounting and Economics**, p. 78-90, 1997.

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.

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.

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.

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.

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.

- 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.; 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; 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.
- 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, Iliia D. **Accrual duration**. 2015. Disponível em: <<https://sites.insead.edu/facultyresearch/research/file.cfm?fid=56684>>. Acesso em: 20 abr. 2017.
- FARBER, David B. Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter? **Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 539-561, 2005.
- FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patricia. **Análise de dados: modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2017.
- FELTHAM, Gerald A.; OHLSON, James A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary accounting research**, 1995, 11.2: 689-731.
- 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.
- 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.
- GROPPELLI, Angelico A.; NIKBAKHT, Ehsan; CASTRO, André Olímpio Mosselman Du Chenoy. **Administração financeira**. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2002.
- 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, Alessandro Broedel. **Teoria Avançada da Contabilidade**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2012.
- 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.

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.

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

KOLOZSVARI, Ana Carolina; MACEDO, Marcelo Álvaro 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.

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

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

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.

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

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

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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

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.

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

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.