



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

LINEKER COSTA PASSOS

QUALIDADE INFORMACIONAL DOS LUCROS: INFLUÊNCIA DE
INVESTIDORES SOFISTICADOS NO BRASIL

FORTALEZA

2017

LINEKER COSTA PASSOS

QUALIDADE INFORMACIONAL DOS LUCROS: INFLUÊNCIA DE
INVESTIDORES SOFISTICADOS NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Gestão Organizacional.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Carlos
Dias Coelho

FORTALEZA
2017

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

- P322q Passos, Lineker Costa.
Qualidade informacional dos lucros : influência de investidores sofisticados no Brasil / Lineker Costa Passos. – 2017.
98 f.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2017.
Orientação: Prof. Dr. Antonio Carlos Dias Coelho.
1. Qualidade informacional dos lucros. 2. Persistência de accruals. 3. Reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas econômicas. 4. Investidores sofisticados. I. Título.

CDD 658

LINEKER COSTA PASSOS

QUALIDADE INFORMACIONAL DOS LUCROS: INFLUÊNCIA DE
INVESTIDORES SOFISTICADOS NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Gestão Organizacional.

Aprovada em: 12/06/2017

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Antonio Carlos Dias Coelho
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof.^a Dr.^a Márcia Martins Mendes De Luca
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Érico Veras Marques
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Amaury José Rezende
Universidade de São Paulo (USP)

FORTALEZA
2017

A Deus, antes de tudo.

À minha esposa, Cleane Gomes Moreira,
pelo amor e compreensão.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, a Deus, sem o qual, não seria possível o desenvolvimento deste trabalho.

À minha esposa, Cleane, pelo amor, companheirismo, apoio e, acima de tudo, pela paciência durante todo o processo de conclusão desta etapa em minha vida.

Aos meus pais, Glicia e Francisco (mais conhecido como Maurinho), os quais sempre me forneceram o devido apoio, incentivo e amparo familiar necessário ao meu desenvolvimento como pessoa. Estendo essas palavras de agradecimento, ainda, à minha avó, Maria Auxiliadora, em especial.

Aos meus irmãos, Pedro e Victor, e à minha irmã Glenda, pelo companheirismo e pelo constante apoio. Agradeço, ainda, a todos os demais entes da minha família, pelo apoio incondicional em todas as etapas de minha vida até aqui.

Ao professor Antonio Carlos Coelho, minha gratidão e estima. Agradeço-o pelos conselhos e ensinamentos; alguns desses, inclusive, além das atribuições de um orientador. Agradeço-o, ainda, por me proporcionar essa experiência enriquecedora em pesquisa.

Aos membros da banca, profa. Márcia De Luca, prof. Érico Marques e prof. Amaury Rezende, pelas relevantes contribuições necessárias ao aprimoramento desta pesquisa.

Aos professores Gerlando Lima e Edmilson Souza, meu agradecimento pelas contribuições fornecidas.

A todos os professores e servidores do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da UFC.

Aos companheiros de mestrado, pelo convívio e pelos conhecimentos compartilhados durante o curso; em especial, os da Turma 2015-2017, em ordem alfabética: Aline, Andressa, Bruno, David, Emanuel, Emanuella, Emiliano, Eron, Hanna, Jamille, Juliana, Kassyo, Lucineide, Luis Eduardo, Rafael, Régis e Roberto. Levarei suas amizades pelo resto da vida.

Aos amigos e companheiros do Instituto Federal do Piauí, pelo apoio na concretização desse objetivo; em especial, agradeço à profa. Remédios e ao prof. Rubens, pelo suporte e incentivo no início e durante toda essa jornada. Registro agradecimento, em especial, aos companheiros professores do eixo Gestão e Negócios do *Campus Cocal*, Dilmo, Catarina, Fernando e Gonzaga pelo incentivo, cooperação e por possibilitarem a finalização desta etapa. Também agradeço ao amigo e também companheiro de instituição, Rafael, pelo apoio continuado e incentivo antes mesmo de iniciar essa caminhada.

Ao amigo e professor Allan Holanda, pelo constante apoio e auxílio no decorrer desta pesquisa, o qual também é orientando do prof. Antonio Carlos Coelho. Estendo meus agradecimentos aos demais orientados (as) e ex-orientandos (as) do professor Coelho com os quais tive o prazer de conviver e compartilhar conhecimentos, dos quais destaco, em ordem alfabética, Amanda, André, Ariane, Cinthya, Talyta e Tatiana.

Devo registrar, ainda, agradecimento aos amigos Rômulo, Glauber e Isac, pelos conhecimentos compartilhados em valiosas conversas e debates.

Agradeço, ainda, ao meu cunhado, Aurélio, pelas palavras de conforto nas horas difíceis e pelos conselhos valiosos ao longo dessa caminhada.

Por fim, agradeço a todos os amigos e colegas, não citados explicitamente aqui, mas que contribuíram de algum modo para conclusão desta pesquisa, uma vez que esse trabalho também é fruto de minha interação com todas essas pessoas. Ressalto que, sozinho, nada teria feito!

RESUMO

A pesquisa teve por objetivo examinar se a demanda de investidores por informação útil e eficiente afeta as decisões de gestores de firmas em reportar lucros com os atributos de informação requeridos no contexto do mercado de capitais brasileiro. Considerou-se como atributos de qualidade informacional dos lucros a persistência de *accruals* - mensurada conforme o modelo de Dechow e Dichev (2002), modificado por McNichols (2002) – e a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas econômicas – estimada segundo o modelo de Ball e Shivakumar (2005). A demanda informacional de investidores foi estimada pela participação acionária e relevante de investidores institucionais na base acionária das firmas, e em órgãos diretivos destas. Os dados para mensuração das variáveis foram obtidos na base de dados Economática®, nos Formulários de Referência (FR) e nas Informações Anuais (IAN) disponíveis nos portais institucionais da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e nas atas de assembleia geral ordinária e extraordinária (AGO e AGE, respectivamente) também disponíveis naqueles portais, referentes ao período de 1998 a 2015. As inferências empíricas tiveram como base estatísticas descritivas, testes de diferença de médias, análise de correlação e análise de regressão múltipla. A estimação dos parâmetros dos modelos regressivos se deu pelo GMM-SYS (*Generalized Method of Moments – System*), de forma a se mitigar problemas de omissão de variáveis, heterogeneidade e endogeneidade. Os resultados indicaram que investidores institucionais – tidos como investidores sofisticados – contribuem, pela demanda por qualidade informacional dos lucros divulgados por firmas no Brasil, para a divulgação, seja pela identificação de persistência de *accruals*, seja pela antecipação assimétrica de perdas, de lucros com maior qualidade informacional; tais achados apresentaram-se diferenciados segundo classes específicas de investidores, quanto ao tipo de participação e pela permanência dos investidores tratados como *stakeholders* das firmas. Com base nesses resultados, não se pode rejeitar hipótese de que a eficiência informacional dos lucros divulgados no mercado de capitais brasileiro por firmas sofre influência marginal e positiva da demanda informacional de investidores institucionais.

Palavras-chave: Qualidade Informacional dos Lucros. Persistência de *Accruals*. Reconhecimento Tempestivo Assimétrico de Perdas Econômicas. Investidores Sofisticados.

ABSTRACT

The research aims to examine whether investors demand for useful and efficient information affects firms' managers decisions to report earnings with required information attributes in the context of Brazilian capital market. Persistence of accruals - measured according Dechow and Dichev (2002) model, modified by McNichols (2002) - and asymmetric economic losses recognition timeliness practice - estimated according Ball and Shivakumar (2005) to the model of - were the quality attributes of earnings information. Investors' informational demand was proxy by relevant institutional investors (representing sophisticated financiers) shareholder base participation, as well as their attendance in company's boards. Data collection proceed on Economática® database and in BM&FBovespa and CVM portals by Reference Forms (FR), Annual Information (IAN) and AGO and AGE Board of Directors Meeting appraisals. The period includes 1998 to 2015 data. For empirical inferences were processed descriptive statistics, mean tests, correlation analyses and multiple regression analyses. Coefficients and parameters were estimated by GMM-SYS (Generalized Method of Moments - System) in order to mitigate variables omission and endogeneity questions. Findings indicated that institutional investors - considered as sophisticated investors - exert earnings quality effective demand in Brazilian market, influencing accruals persistence and conditional conservatism in published financial statements. The degree of such influence changes according to different investors' category, to the kind of participation in the companies and the continuity in the condition like shareholder in the firms. These findings conduct to not reject the hypothesis that informational efficiency of disclosed earnings in Brazilian capital market experiences marginal and positive influence of sophisticated investors demand.

Keywords: Earnings Quality. Accruals' Persistence. Asymmetric Loss Recognition Timeliness. Sophisticated Investors.

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - Frequência de Investidores Institucionais..... | 65 |
| Tabela 2 - Descrição das amostras e variáveis..... | 67 |
| Tabela 3 - Estimação do modelo de persistência de <i>accruals</i> | 68 |
| Tabela 4 - Persistência de <i>accruals</i> e participação de Investidores Institucionais..... | 70 |
| Tabela 5 - Persistência de <i>accruals</i> e participação relevante e em órgãos diretivos..... | 72 |
| Tabela 6 - Conservadorismo Condicional - Investidores Institucionais..... | 74 |
| Tabela 7 - Conservadorismo condicional - participação acionária relevante por classe..... | 76 |
| Tabela 8 - Conservadorismo Condicional - participação em órgãos diretivos por classe..... | 78 |
| Tabela 9 - Conservadorismo Condicional - participação acionária relevante e em órgãos diretivos por classe..... | 79 |
| Tabela 10 - Medidas descritivas das amostras e das variáveis dos modelos segundo as diferentes classes de investidores institucionais..... | 97 |

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| 1 INTRODUÇÃO | 10 |
| 1.1 Contextualização | 10 |
| 1.2 Questão de Pesquisa | 17 |
| 1.3 Hipótese | 18 |
| 1.4 Objetivo | 20 |
| 1.5 Justificativa | 21 |
| 1.6 Estrutura da Dissertação | 22 |
| 2 SUPORTE TEÓRICO | 23 |
| 2.1 Eficiência de Mercado e Anomalia de <i>Accruals</i> | 23 |
| 2.2 Anomalia de <i>Accruals</i> e Qualidade Informacional dos Lucros | 29 |
| 2.2.1 Persistência de <i>Accruals</i> | 35 |
| 2.2.2 Conservadorismo Condicional | 39 |
| 2.3 Qualidade Informacional dos Lucros e Demanda Informacional | 44 |
| 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS | 54 |
| 3.1 Tipologia da pesquisa | 55 |
| 3.2 Coleta de dados e amostra | 55 |
| 3.3 Delineamento da pesquisa | 57 |
| 3.4 Procedimentos econométricos | 63 |
| 4 RESULTADOS | 65 |
| 4.1 Análise descritiva da amostra e variáveis | 65 |
| 4.2 Persistência dos <i>Accruals</i> | 68 |
| 4.3 Conservadorismo Condicional | 73 |
| 5 CONCLUSÕES | 82 |
| REFERÊNCIAS | 88 |
| APÊNDICE A – DESCRIÇÃO DAS AMOSTRAS SEGUNDO A PARTICIPAÇÃO DE DIFERENTES CLASSES DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS | 97 |

1 INTRODUÇÃO

Qualidade informacional dos lucros pode ser definida em função do provimento por relatórios contábeis de informações relacionadas ao desempenho econômico da firma que sejam relevantes e úteis para decisões que envolvam a projeção dos fluxos de caixa futuros da empresa.

Tal qualidade depende, além de reportar-se, com correção, ao desempenho do fluxo de caixa corrente, do reporte de ganhos e perdas futuras, o qual passa por decisões discricionárias dos gestores acerca de informações atuais indicadoras de efeitos econômicos futuros; este reporte é possível pelo uso do atributo do método contábil, que permite reconhecimento por meio de *accruals*, o qual, por sua vez, representa informações sobre transações ainda não finalizadas do ponto de vista financeiro e econômico.

Fatores que podem contribuir para influenciar essa decisão dos gestores decorreriam da demanda de investidores e de outros participantes do mercado de capitais, além de pressões regulatórias e do ambiente jurídico quanto à proteção de investidores.

Ademais, investidores que reúnam atributos para induzir gestores no sentido de divulgar lucros com qualidade informacional, os chamados investidores sofisticados, podem exercer tal demanda com mais efetividade.

Deve-se aduzir, ainda, que para o alcance de eficiência do mercado financeiro aqueles investidores seriam imprescindíveis, no sentido de sua capacidade em interpretar corretamente o conteúdo informacional de relatórios contábeis na forma descrita.

1.1 Contextualização

O principal papel dos mercados de capitais refere-se ao provimento de meios e instrumentos que maximizem a eficiência da alocação de propriedade do estoque de capital econômico (FAMA, 1970). Fama (1970) considera que, em termos gerais, o ideal é um mercado em que preços forneçam sinalização precisa para alocação de recursos, de modo que tais preços, em qualquer tempo, reflitam totalmente a informação disponível.

O mercado onde preços sempre refletem totalmente a informação disponível é chamado de eficiente por Fama (1970). Tal definição deriva da Hipótese do Mercado Eficiente (HME) – *Efficient Market Hypothesis* (EMH) – segundo a qual, mercados de títulos são eficientes em

refletir informações sobre ações individuais e sobre o mercado de ações como um todo (MALKIEL, 2003).

Segundo a HME, preços de mercado estarão em equilíbrio (CARDOSO; MARTINS, 2012) e incorporarão rapidamente qualquer nova informação, dada a competição entre investidores (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013). A eficiência de mercado implica, então, em que os preços reflitam a informação de forma imediata, ou em curto intervalo de tempo, de tal forma que conteúdos informacionais relevantes estejam totalmente absorvidos pelos preços (mercado estaria assim prontamente precificado) (CARDOSO; MARTINS, 2012).

No contexto da HME, a disponibilidade de informações inteligíveis e com atributos de fácil interpretação passa a ser tão relevante quanto a capacidade de investidores em utilizá-las em suas decisões de investimento (FAMA, 1970). Murcia *et al.* (2010) argumentam que a disponibilidade de informações é elemento chave para eficiente alocação de recursos no mercado, destacando que o funcionamento eficiente do mercado de capitais depende do fluxo de informações entre a firma e seus *stakeholders*.

Embora a disponibilidade de informações seja fator relevante para a eficiência do mercado, convém destacar que nem toda informação disponível contribuirá para eficiência informacional do mercado, mas apenas aquelas fontes informacionais que possuam atributos de qualidade (GALINDO; MICO; SERRA, 2003); a eficiência do mercado de capitais, neste sentido, é dependente também da qualidade das informações disponíveis.

Silva (2015), de outra parte, argumenta que a informação no mercado sofre influências que podem constituir fatos que distorcem a eficiência de análise dos agentes envolvidos; dentre esses fatos, o autor destaca a existência da assimetria informacional entre agentes no mercado. No modelo contratual da firma, gestores são os agentes detentores de maior nível de informações sobre a firma em face dos seus demais agentes contratantes, evento que pode levar a avaliações diferenciadas da firma, em virtude da assimetria informacional sobre sua efetiva condição econômico-financeira.

Destaca-se, nesse contexto, a informação contábil como principal meio de quebra dessa assimetria; as demonstrações contábeis, ao fornecerem informações úteis ao processo decisório dos agentes e adequadas ao processo de alocação de seus recursos disponíveis (PAULO; MARTINS, 2007), contribuem em reduzir a assimetria informacional entre gestores e usuários externos da informação contábil, se ofertadas com atributos de qualidade, ou seja, de forma informacionalmente eficiente.

Considerando que a divulgação de demonstrações contábeis com atributos de qualidade desempenha relevante papel em reduzir a assimetria informacional entre os agentes em torno da operação da firma (inclusive investidores), contribuindo para eficiência de análise dos agentes envolvidos, pode-se dizer, portanto, que a informação contábil de qualidade superior contribui para a eficiência do mercado.

A qualidade informacional das demonstrações contábeis, segundo Ball e Shivakumar (2005), pode ser definida, em termos gerais, como a utilidade dessas demonstrações para investidores, credores, gestores e todas as outras partes contratantes com a firma. Ressalte-se que qualidade informacional de demonstrações contábeis é conceito amplo de múltiplas dimensões (BURGSTAHLER; HAIL; LEUZ, 2006), e que não há métrica consensual na literatura contábil para defini-la (POTIN; BORTOLON; SARLO NETO, 2016).

A oferta de tais relatórios, contudo, depende das decisões dos gestores das firmas, os quais utilizam a informação contábil para realizar comunicação seletiva de fatos econômicos relativos à firma (LOPES; MARTINS, 2005). Esses agentes tenderão a selecionar informações que maximizem sua utilidade, argumento clássico do conflito de agência, ou que efetivamente contribuam para a maximização do valor da firma.

A habilidade de gestores sobre a oferta de informações contábeis com atributos de qualidade, se dá principalmente pelo mecanismo de registros por meio de *accruals* (LOPES; MARTINS, 2005). *Accruals* juntamente com o fluxo de caixa representam os componentes do lucro divulgado pela contabilidade.

O componente fluxo de caixa corresponde às receitas (despesas) que foram recebidas (pagas) no mesmo período econômico em que foram realizadas (incorridas) (SOUZA, 2016). O componente *accruals*, por sua vez, corresponde ao registro contábil de transações econômicas independentemente da utilização de caixa (COELHO; LIMA, 2008); em outras palavras, *accruals* representam o registro de variações do Ativo (Passivo), decorrentes de receitas (despesas) recebidas (pagas) em período distinto daquele em que são efetivadas (incorridas) (SOUZA, 2016).

Accruals são relevantes para a contabilidade por regime de competência, porque modificam temporalmente a apropriação dos fluxos de caixa da firma, com o objetivo implícito de criar medida de performance mais preditiva, nomeadamente o lucro obtido pelo processo contábil (BARTH; CLINCH; ISRAELI, 2016). Lopes e Martins (2005) destacam, ainda, que *accruals* desempenham papel central na quebra de assimetria informacional entre gestores das

firmas e participantes do mercado de capitais; é por meio dos *accruals* que gestores divulgam a esses participantes parte da informação privada as quais dispõem.

Embora o componente *accruals* desempenhe papel benéfico, Souza (2016, p. 16) argumenta que “seu uso deve ser cauteloso”. Dechow e Dichev (2002) apontam que *accruals* são frequentemente baseados em premissas e estimativas que, se erradas, impactarão o sentido esperado de lucros futuros.

Erros de estimativas reduzem a persistência de *accruals*, bem como sua utilidade para prever fluxos de caixas (DECHOW; DICHEV, 2002). Os autores argumentam, ainda, que a magnitude de tais erros impacta diretamente na qualidade dos lucros reportados, demonstrando que quanto maior a magnitude de tais erros menor será a qualidade dos lucros, ao passo que menor magnitude desses erros denotará lucros com atributos de maior qualidade.

No que tange a definir o alcance de persistência dos *accruals* de uma firma e, por decorrência, dos lucros, Dechow e Dichev (2002) a definem pela magnitude dos erros de estimativa dos ajustes efetuados ao longo do tempo.

Ball e Shivakumar (2005) apontam outra utilidade do componente *accruals*, que elevaria a qualidade do lucro como indicador da qualidade do lucro contábil, por meio da antecipação tempestiva do registro de más notícias, caracterizando reconhecimento assimétrico em relação a boas notícias, as quais careceriam de maior grau de certeza para registro por meio do componente *accruals*. Tal procedimento se caracteriza no que passou a ser denominado como modelo de conservadorismo condicional.

Ressalte-se que os modelos captam a presença de atributos que influenciam a qualidade de lucros; menor persistência de *accruals* denota lucros de baixa confiabilidade (DECHOW; DICHEV, 2002), ao passo que presença de conservadorismo condicional na informação contábil sinalizaria lucros com adequados atributos de informações econômicas (BALL; SHIVAKUMAR, 2005).

Lucros com atributos de qualidade são relevantes para investidores, pois contribuem para que esses formem mais eficientemente suas próprias estimativas sobre a performance futura da firma (SCOTT, 2012); quando esses investidores tomam posição no mercado de capitais baseados nessas estimativas, preços correntes dos títulos são afetados (GROSSMAN, 1976).

Com suporte na HME, nenhum investidor no mercado será capaz de obter lucros econômicos negociando a partir de um conjunto de informações relevantes, inclusive, a partir dos lucros divulgados por gestores.

Entretanto, pesquisas têm identificado oportunidade para obtenção de lucros econômicos a partir da demora no ajustamento dos preços dos títulos diante de informação relativa à magnitude dos *accruals* incluída no lucro, fato que constitui o que se conhece por anomalia de *accruals* (SLOAN, 1996; PINCUS; RAJGOPAL; VENTACHALAM, 2007; SOUZA, 2016). Tal comportamento, que se desvia da HME, está contido no que é conhecido e estudado como anomalia do mercado de capitais (DECHOW; KHIMICH; SLOAN, 2011).

Sloan (1996) detectou que investidores falham em distinguir entre as diferentes persistências dos componentes *accruals* e fluxo de caixa no lucro divulgado, permitindo que agentes do mercado tenham obtido lucros econômicos a partir do desajuste temporário entre preço e informação contida nos lucros (SLOAN, 1996). Tal situação estaria contrariando o sentido da HME, configurando o caso típico de anomalia do mercado de capitais.

Por outro lado, pesquisas têm evidenciado que investidores sofisticados – bem informados, no dizer de Collins, Gong e Hribar (2003) – identificam mais eficientemente os atributos do componente *accruals* (COLLINS; GONG; HRIBAR, 2003; LEV; NISSIN, 2006); especificamente, firmas com maior participação de investidores sofisticados seriam avaliadas com preços que mais acuradamente refletissem a persistência de *accruals*. Esses investidores, portanto, interpretariam mais corretamente a informação contida nos *accruals* reportados pelas firmas.

A maior capacidade desses investidores em interpretar os sinais dos *accruals* reportados, contudo, poderia estar associada não à utilização e ao entendimento dessa informação em suas transações, mas poderia estar condicionada à eficiência informacional dos *accruals* divulgados, ou mais genericamente, estar condicionada à qualidade dos lucros reportados.

Nesse sentido, investidores sofisticados conduziriam firmas a reportar lucros de qualidade adequada - com atributos de eficiência informacional - de forma a utilizá-los em suas negociações no mercado de capitais, na premissa de que os demais agentes (ingênuos) não teriam capacidade de interpretar eficientemente os sinais dos *accruals*.

A esse respeito, Souza (2016), investigando a relação entre anomalia de *accruals* e investidores sofisticados, para conjunto de nove países, encontrou evidências de que em países onde se constatou anomalia de *accruals*, os investidores sofisticados poderiam estar obtendo lucros econômicos a partir da informação contida nos *accruals*. Ademais, os achados também sinalizaram que, em dois dos três países onde se identificaram tais anomalias, esses investidores influenciaram gestores a divulgar lucros de maior qualidade.

Esses achados, tomados em conjunto, sugerem possível relação entre a efetiva demanda por investidores sofisticados por qualidade informacional nos lucros, principalmente no que tange à discricionariedade no tratamento do componente *accruals* nos lucros das firmas.

Sobre a influência de investidores sofisticados na qualidade informacional dos lucros, no cenário internacional, estudos têm sinalizado que tais agentes conduzem gestores de firmas a divulgarem lucros com atributos de eficiência informacional (VELURY; JENKINS, 2006; HADANI; GORANOVA; KHAN, 2011; LIN *et al.*, 2014).

A demanda desses investidores por lucros de maior qualidade, portanto, pode se constituir em incentivo para que gestores reportem lucros com atributos de eficiência informacional. Em linha com tal argumento, Coelho, Cia e Lima (2010) afirmam que a divulgação de agregados contábeis com qualidade superior por parte de gestores dependeria, além de um conjunto de normas, da existência de demanda efetiva por tais informações, de forma a promover incentivos econômicos para o comportamento dos gestores.

No contexto brasileiro, contudo, o ambiente institucional não encoraja os gestores das firmas a divulgar lucros com qualidade superior, embora a necessidade por fundos com baixo custo de capital possa incentivar esses gestores a aprimorar seus sistemas de divulgação atendendo à demanda de investidores e acionistas, conforme Coelho, Galdi e Lopes (2010).

Coelho (2007) pondera que em ambientes econômicos com estruturas de favorecimento de classes; de liberalização de subsídios e incentivos; de baixo *enforcement*; de concentração de propriedade; de lento sistema legal vinculado ao estamento de poder, se favorece a existência de contratos privados e de sistemas de informação também desenhados de forma privada; tais fatores são determinantes do cenário institucional brasileiro, consoante Bushman e Piotroski (2006), Djankov *et al.* (2002), La Porta *et al.* (1998) e Sztajn e Gorga (2005).

Nesse contexto, a qualidade dos lucros divulgados por gestores não teria qualquer relevância para a decisão de investidores sofisticados, dado que essa categoria poderia obter tal informação por meio de canais privados, em detrimento da informação publicamente divulgada via contabilidade.

Evidências no cenário brasileiro reforçam esse argumento, uma vez que pesquisas têm evidenciado que investidores sofisticados não contribuem para que gestores divulguem lucros de qualidade adequada (HOLANDA; REBOUÇAS; COELHO, 2012; MOURA *et al.*, 2013).

Souza (2016), por sua vez, investigando a relação entre qualidade dos lucros e participação de investidores sofisticados para conjunto de nove países, inclusive o Brasil,

encontrou evidências de que, no mercado brasileiro, investidores sofisticados tendem a investir em firmas com lucros de qualidade inferior.

Convém destacar que as pesquisas no cenário brasileiro sofrem de relevante limitação, uma vez que consideram investidores institucionais como representantes eficientes da classe de investidores sofisticados, mas considerando aqueles investidores como classe homogênea. Tal fato fragiliza os resultados evidenciados, dada a existência de diferentes categorias de investidores institucionais e a comprovada heterogeneidade entre essas (DAVIS; STEIL, 2001).

Souza (2016), a esse respeito, adverte sobre a afirmação de que todo investidor institucional seja sofisticado; é possível encontrar categorias de investidores institucionais que são menos prováveis de negociar baseados no conteúdo da informação, ao passo que outras instituições são mais prováveis de incorporar aquele conteúdo em suas transações (COLLINS; GONG; HRIBAR, 2003).

Diante de tal contexto, é possível que determinadas classes de investidores institucionais representem com eficiência a classe de investidores sofisticados, demandando lucros de maior qualidade e, portanto, podendo conduzir gestores a reportarem lucros com atributos de eficiência informacional. Nesse sentido, essas classes de investidores contribuiriam, portanto, para redução da assimetria informacional no mercado de capitais brasileiro; tal evento não captado, ainda, pelas pesquisas no cenário brasileiro.

Investidores institucionais podem ser definidos como instituições especializadas, financeiras ou não, que gerenciam poupanças coletivas de terceiros e que são direcionadas por objetivo específico em termos de risco aceitável, maximização de retorno e vencimento de créditos (DAVIS; STEIL, 2001).

Esses investidores têm sido caracterizados como investidores sofisticados com vantagens em adquirir e processar informações (JIAMBALVO; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2002); evidências sinalizam, ainda, que esses investidores despendem mais tempo em análises de investimentos, em comparação ao investidor individual (SHILLER; POUND, 1989). Tais atributos habilitariam a classe de investidores institucionais como *proxy* para a classe de investidores sofisticados, ou bem informados (SOUZA, 2016).

Embora investidores institucionais possam ser caracterizados como investidores sofisticados ou bem informados, considera-los como classe homogênea torna-se acentuada limitação às pesquisas documentadas, dada a heterogeneidade entre as classes destes investidores (DAVIS; STEIL, 2001); diferentes investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimentos, instituições financeiras, seguradoras e administradores de carteira)

respondem a diferentes arranjos contratuais, bem como a interesses distintos na performance econômica da firma (DAVIS; STEIL, 2001).

A esse respeito, Collins, Gong e Hribar (2003) destacam que alguns investidores institucionais seguindo estratégia de investimento passiva são menos prováveis de negociar baseados no conteúdo informacional dos sinais de *accruals*, ao passo que outras instituições são mais prováveis de basear suas negociações naqueles sinais.

Identificar classes de investidores institucionais que apresentam efetiva demanda por agregados contábeis com atributos de eficiência informacional torna-se relevante para eficiência dos mercados, uma vez que tal demanda pode se constituir em incentivo para que gestores divulguem números contábeis de maior eficiência informacional.

1.2 Questão de Pesquisa

Pesquisas têm evidenciado impacto diferenciado na qualidade dos lucros segundo a participação de distintas classes de investidores institucionais, inclusive mostrando que alguns tipos desses investidores tendem a investir em firmas que reportam lucros com atributos de eficiência (CHENG; REITENGA, 2009; LIN; MANOWAN, 2012; LIU; PEG, 2008; WANG, 2014).

Portanto, pode-se esperar que determinados tipos de investidores institucionais representem adequadamente a classe de investidores sofisticados, demandando títulos de firmas que divulgam lucros com atributos de eficiência informacional, seja pela maior persistência do componente *accruals* ou pela presença do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas futuras prováveis no lucro divulgado.

De outra parte, outra possível via influenciadora da qualidade dos lucros residiria no impacto de participação efetiva de investidores institucionais nas decisões diretivas das firmas.

Gillan e Starks (2000) destacam que alguns tipos de investidores institucionais têm abandonado seu tradicional papel de acionista passivo e se tornado participantes ativos nas decisões das firmas das quais participam. David, Hitt e Gimeno (2001) contribuem argumentando que nas últimas décadas aqueles investidores têm recorrido cada vez mais ao comportamento ativista, confrontando firmas mal gerenciadas, apresentando proposta de acionistas ou mesmo negociando soluções e decisões com gestores. Em tal contexto,

investidores institucionais tendem a se tornar bem informados em relação às empresas em que investem (SOUZA, 2016).

Há predomínio de pesquisas, tanto no cenário internacional quanto nacional, que se direcionam a examinar a influência de maior participação acionária de investidores institucionais na qualidade dos lucros (HADANI; GORANOVA; KHAN, 2011; SOUZA, 2016; WANG, 2014).

A pesquisa, ao direcionar-se a captar prováveis impactos diferenciados na qualidade informacional dos lucros reportados pelas firmas no mercado de capitais brasileiro segundo a demanda informacional de distintas classes de investidores institucionais, expressa tanto por sua participação acionária nas firmas quanto por sua participação em órgãos colegiados das empresas, se propõe a coletar evidências que respondam à seguinte questão: **em que medida, no mercado de capitais brasileiro, a demanda informacional de diferentes classes de investidores institucionais associa-se à decisão de gestores em divulgar lucros com atributos de eficiência informacional?**

1.3 Hipótese

Dada a existência de diferentes classes de investidores institucionais e, conseqüentemente, de diferentes demandas destes, ampliam-se os testes das pesquisas já realizadas sobre sua influência na qualidade informacional dos lucros divulgados por tais empresas.

De acordo com Velury e Jenkins (2006), investidores institucionais têm vários incentivos para monitorar a qualidade das demonstrações financeiras, dentre eles o fato de que essas demonstrações são uma importante fonte informacional sobre a firma para esses investidores.

Estes autores destacam, ainda, que investidores institucionais não apenas são sofisticados em utilizar e entender a informação contábil, mas também são capazes de monitorar o comportamento dos gestores, desencorajando-os a divulgarem informação contábil de baixa qualidade.

A esse respeito, Bushee (1998) argumenta que investidores institucionais sofisticados e com grandes participações no capital das firmas removem incentivos para o comportamento

oportunista de gestores por prover um maior grau de monitoramento do comportamento de gestores.

Velury e Jenkins (2006) afirmam que investidores institucionais possuem tanto força quanto incentivos para encorajar gestores a divulgarem lucros de maior qualidade. Contudo, Bushee (1998) sinaliza para a existência de classe de investidores institucionais que criam incentivos para gestores divulgarem lucros com qualidade inferior; esses investidores, segundo o autor, seriam aqueles com horizonte temporal de decisão no curto prazo.

Em consonância com tal argumentação, evidências têm sugerido impacto diferenciado na qualidade dos lucros reportados segundo a participação de distintas classes de investidores institucionais, inclusive, demonstrando que algumas classes desses investidores conduzem firmas a divulgarem lucros de qualidade superior (LIU; PENG, 2008; RAMALINGEGOWDA; YU, 2012; WANG, 2014).

Para o mercado brasileiro, as evidências têm sinalizado que investidores institucionais parecem não contribuir para que as firmas divulguem lucros de maior qualidade (HOLANDA; REBOUÇAS; COELHO, 2012; MOURA *et al.*, 2013; SOUZA, 2016); mais ainda, Souza (2016) sinaliza que, neste mercado, aqueles investidores, tomados indiscriminadamente, conduzem firmas a reportarem lucros de qualidade inferior. Convém destacar que tais investigações sofrem de relevante limitação ao não considerar os diferentes tipos de investidores institucionais.

A esse respeito, Collins, Gong e Hribar (2003) ressaltam que nem todos os investidores institucionais negociam no mercado de capitais baseando-se na informação contida nos *accruals*, o que sugere que apenas alguns deles poderão impactar na qualidade dos lucros reportados pelas firmas.

Investidores institucionais têm, assim, incentivos para influenciar gestores de firmas no reporte de seus lucros, reduzindo a discricionariedade na utilização do componente *accruals*, assumindo-se que sua demanda por informações úteis, relevantes e eficientes são vitais para o objetivo de suas organizações.

Assume-se a hipótese conceitual, pelo exposto, de que **a eficiência informacional dos lucros divulgados no mercado de capitais brasileiro por firmas sofre influência marginal e positiva da demanda informacional de investidores institucionais. Tal influência, ademais, espera-se diferenciada segundo a demanda informacional das diferentes classes de investidores institucionais.**

Dado que a qualidade informacional dos lucros, nesta pesquisa, é captada segundo a presença de atributos representativos da persistência dos *accruals* dos lucros divulgados e do grau de conservadorismo condicional adotados para a mensuração do lucro, delinear-se dois testes para investigar a hipótese, conforme apresentados a seguir:

- I. A persistência do componente *accruals* nos lucros divulgados pelas firmas sofre influência marginal e positiva, no sentido de maior eficiência informacional, da demanda informacional de investidores institucionais.
- II. O nível de conservadorismo condicional adotado por gestores das firmas sofre influência marginal e positiva, no sentido de maior eficiência informacional, da demanda informacional de investidores institucionais.

1.4 Objetivo

O objetivo da pesquisa foi investigar evidências a respeito da influência da demanda de investidores por informação útil e eficiente na decisão dos gestores de firmas em reportar informações contábeis com atributos de eficiência informacional no contexto do mercado de capitais brasileiro; o objetivo pode ser desmembrado conforme segue:

- a) Estimar a demanda informacional das diferentes classes de investidores institucionais por meio da participação dessas classes nas estruturas societária e em órgãos diretivos das firmas da amostra, estabelecendo e descrevendo suas características e atributos.
- b) Avaliar se a decisão de gestores das firmas em reportar *accruals* com maior persistência é afetada marginalmente pela demanda de diferentes classes de investidores institucionais por informação útil e eficiente;
- c) Examinar se a decisão de gestores das firmas em adotar graus eficientes de conservadorismo condicional na apuração de lucros divulgados é influenciada marginalmente pela demanda informacional de diferentes classes de investidores institucionais.

1.5 Justificativa

Argumenta-se sobre a relevância da pesquisa, no sentido de que se busca captar efeito não documentado ainda integralmente no contexto brasileiro, especificamente nas pesquisas de Holanda, Rebouças e Coelho (2012), Moura *et al.* (2013) e Souza (2016), da participação de diferentes classes de investidores institucionais nas empresas na qualidade dos lucros divulgados pelas firmas.

O exame desse efeito se torna relevante tanto para a literatura em Finanças quanto para a literatura em Contabilidade. Primeiro, as evidências apresentadas poderão comprovar a maior capacidade de entendimento de diferentes classes de investidores institucionais em relação à informação publicamente divulgada pelos sistemas de contabilidade das firmas, bem como seu impacto na eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. Segundo, os achados também poderão confirmar a relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro, expressa pela demanda informacional de investidores sofisticados por tais agregados com atributos de qualidade informacional.

O presente estudo busca contribuir, ainda, para a literatura relativa ao esclarecimento da discussão acerca de qualidade e eficiência informacional dos lucros, tema ainda tratado de modo *ad hoc*, com evidências esparsas no Brasil e incompletas no cenário internacional.

Fornecer evidências sobre o impacto marginal de investidores sofisticados nas atitudes e no comportamento de gestores quanto a suas decisões na adoção de políticas que favoreçam a utilidade e a relevância da informação contábil poderão trazer subsídios para a prática contábil, seja do ponto de vista dos preparadores da matéria contábil, seja na ótica de reguladores.

Ademais, a presente pesquisa também busca fornecer subsídios para maior compreensão da medida em que investidores sofisticados com maior participação na decisões das firmas (ativismo de acionistas) influenciam gestores quanto à divulgação de agregados contábeis eficientes; os achados poderão contribuir para a literatura vinculada à Assimetria Informacional, especificamente acerca da visão de que acionistas mais ativos podem contribuir para redução da assimetria informacional entre agentes no mercado de capitais.

Prover evidências acerca dos efeitos da maior participação de investidores institucionais na gestão das firmas (ativismo de acionistas) poderá contribuir, ainda, para a literatura

vinculada à Governança Corporativa, especificamente a hipótese de que o maior ativismo daqueles investidores se constituiria em fonte de monitoramento ao comportamento de gestores.

1.6 Estrutura da Dissertação

A dissertação foi estruturada em cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção se apresenta o suporte teórico, o qual aborda aspectos relativos à anomalia de *accruals*, à qualidade dos lucros e às evidências empíricas tanto internacionais quanto nacionais sobre o tema estudado; o objeto do capítulo é o de expressar o desenvolvimento da hipótese da pesquisa. Na terceira seção são tratados os procedimentos metodológicos adotados para o alcance dos objetivos previamente definidos, no que tange à definição da amostra e à coleta de dados, apresentando modelos conceituais e econométricos utilizados na pesquisa. Na quarta seção, apresentam-se os resultados obtidos no processamento dos modelos, chegando-se à quinta seção, onde se apresentam as conclusões da pesquisa.

2 SUPORTE TEÓRICO

Os fundamentos teóricos que suportam a hipótese estabelecida são debatidos a partir do entendimento das implicações da ocorrência de anomalia de *accruals*; aborda-se a qualidade informacional dos lucros divulgados no sentido de contribuir para a eficiência do mercado de capitais; também se explicita a função de demanda dos investidores participantes do mercado influenciando a qualidade dos lucros, levando aos conceitos de investidores sofisticados e ingênuos, os quais são postos para apreciação; sua interação com qualidade informacional dos lucros e eficiência do mercado é resgatada como indutora no processo de reportar lucros por gestores, os quais agiriam em resposta à demanda por participação de investidores sofisticados; se abordam também evidências empíricas relatadas sobre o objeto de estudo e sua interação com a hipótese declarada.

2.1 Eficiência de Mercado e Anomalia de *Accruals*

Segundo a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), o preço de títulos sempre reflete totalmente a informação disponível no mercado (FAMA, 1970); Malkiel (2003) complementa a ideia afirmando que mercados de títulos são eficientes em refletir informações sobre ações individuais e sobre o mercado de ações como um todo.

Em mercados eficientes nenhum investidor será capaz de realizar ganhos econômicos negociando a partir do conjunto de informações disponíveis (JENSEN, 1978); investidores, nestas condições, estarão negociando títulos em ambiente denominado por Fama (1970) como *fair game* ou jogo justo.

No contexto da HME, a disponibilidade e a qualidade de informações passa a ser tão relevante quanto a capacidade de investidores em utilizá-las em suas decisões de investimento (FAMA, 1970). Dito de outro modo, a eficiência dos mercados é dependente tanto da capacidade de investidores em obter e processar informações quanto da disponibilidade de informações com atributos de eficiência informacional no mercado.

Murcia *et al.* (2010) destacam a relevância da disponibilidade de informações como elemento chave para eficiente alocação de recursos no mercado, argumentando que o

funcionamento eficiente do mercado de capitais depende do fluxo de informações entre a firma e seus *stakeholders* sem discutir, contudo, a qualidade de tal informação.

Dentre as diversas fontes informacionais que fornecem a investidores percepção sobre a situação da empresa e de seus cenários, Souza (2016) destaca os relatórios contábeis, as análises e relatórios de profissionais do mercado de capitais, bem como outras fontes (formulário de referência, relatório da administração, relatório de desempenho setorial e indicadores econômicos). Todas essas fontes informacionais contribuiriam para eficiência informacional do mercado e estão atreladas à oferta de informações pelo sistema contábil das firmas.

Convém se destacar, por outra ótica, que nem toda informação disponível contribuirá para a eficiência do mercado, mas apenas aquelas capazes de fornecer sinais eficientes para os investidores, isto é, que sejam informacionalmente eficientes. Neste caso, tais informações terão os atributos de utilidade e de relevância requeridos pelos investidores (KOTHARI, 2000).

Galindo, Micco e Serra (2003, p. 126), a esse respeito, afirmam que a “qualidade das informações é fundamental para garantir a eficiência do mercado”. A eficiência do mercado de capitais, neste sentido, é dependente, portanto, da eficiência informacional das fontes disponíveis, como é o caso dos relatórios contábeis.

Investidores ao obter e processar informações com os atributos requeridos de qualidade, formariam mais eficientemente suas próprias estimativas sobre a performance futura da firma (SCOTT, 2012); quando esses investidores tomam posição no mercado de capitais baseados nessas estimativas, os preços correntes dos títulos são afetados (GROSSMAN, 1976) e, dada a competição entre os investidores (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013), os preços tenderão ao equilíbrio no mercado (CARDOSO; MARTINS, 2012), pois incorporam rapidamente qualquer nova informação.

Diante de tal contexto, o preço refletirá, no contexto da HME, em qualquer tempo, totalmente a informação disponível (FAMA, 1970), caracterizando o que se conhece por mercado eficiente, mantida a premissa da qualidade e eficiência das informações disponibilizadas.

Considerando a existência de três conjuntos de informações disponíveis – série histórica de preços, informação publicamente disponível e toda informação relevante ainda que não publicamente disponível – Fama (1970) apresentou três categorias amplas do nível de eficiência dos mercados; segundo o autor, o mercado pode ser eficiente:

- a) Na Forma Fraca: preços correntes dos títulos refletem totalmente a informação relativa a série histórica de preços;
- b) Na Forma Semiforte: preços correntes dos títulos refletem totalmente a informação publicamente disponível, inclusive informações da série histórica de preços;
- c) Na Forma Forte: preços correntes dos títulos refletem toda informação relevante disponível, tanto de fontes públicas quanto de fontes privadas.

A respeito de eficiência do mercado, Jensen (1978) destaca que a Forma Forte representa versão extrema da HME, com poucas evidências empíricas sobre o mercado ser eficiente com tais hipóteses (CARDOSO; MARTINS, 2012). A Forma Semiforte da HME, por sua vez, representa o paradigma mais aceito, segundo Jensen (1978); evidências empíricas geralmente têm confirmado eficiência do mercado sob a Forma Semiforte (FAMÁ; CIOFFI; COELHO, 2008).

Pesquisas, de outra parte, apresentaram evidências que contrariam a HME, independentemente de sua forma; segundo elas, o ajuste de preços a informações disponibilizadas se dá mais lentamente que a prevista pela HME, indicando ineficiência no movimento de formação dos preços (SCOTT, 2012).

Dentre as pesquisas, destacam-se as de Ball e Brown (1968), Bondt e Thaler (1987), Jegadeesh e Titman (1993), Sloan (1996), Hvidkjaer (2006), Pincus, Rajgopal e Venkatachalam (2007) e Locke e Gupta (2009).

Bondt e Thaler (1987), investigando amostra de ações da base CRSP no período 1926-1982, apresentaram evidências sugerindo reação exagerada de investidores a informação disponibilizada; os achados apontaram que a utilização de estratégia contrária de negociação (compra de ações com baixa rentabilidade – passados perdedores – e venda de ações com alta rentabilidade – passados vencedores) no longo prazo produziu rendimentos econômicos, indicando que a informação não atingia indistintamente todos os investidores. Essa estratégia de negociação ficou conhecida como *long-term contrarian effect*.

Locke e Gupta (2009) encontraram evidências que reforçam a possibilidade de obter rendimentos econômicos a partir da estratégia *long-term contrarian effect*; os autores, investigando o mercado de capitais indiano no período 1991-2004, sinalizaram que aquela estratégia de investimento produzia retornos anormais de 74,4%, independente da informação publicamente disponibilizada.

Jegadeesh e Titman (1993), por sua vez, averiguando o comportamento de preços de ações no mercado de capitais norte americano no período 1965-1989, sinalizaram evidências

de que estratégia de negociação baseada na compra de ações com alta rentabilidade entre os últimos três e doze meses e venda de ações com baixa rentabilidade nesse mesmo período gerava significantes ganhos econômicos, também independente da disponibilidade de informações para o mercado; tal estratégia ficou conhecida por efeito *momentum*.

Hvidkjaer (2006) também encontrou evidências em linha com os achados de Jegadeesh e Titman (1993), reforçando o argumento da oportunidade de obter rendimentos econômicos a partir do efeito *momentum*. A pesquisa de Hvidkjaer (2006) contemplou firmas no mercado de capitais americano no período 1983-2002; os achados sinalizaram que o efeito *momentum* poderia ser parcialmente direcionado pelo comportamento de pequenos *traders*.

Os fenômenos destacados acima permitiram que investidores obtivessem resultados econômicos a partir de informações passadas (retornos), incompatíveis até mesmo com os preceitos da Forma Fraca da HME; tais fenômenos passaram a ser tratados como anomalias no mercado de capitais (DECHOW; KHIMICH; SLOAN, 2011).

Ball (1992) afirma que anomalia de mercado reflete retorno anormal previsível, representando comportamento anômalo aos fundamentos da HME. Destaca, ainda, que o termo anomalia foi tomado de Kuhn (1970), baseado no qual, define anomalia como “evidência sistemática que parece cientificamente precisa, mas que é inconsistente com os princípios da teoria básica” (BALL, 1992, p. 321).

Além das anomalias relatadas, outras pesquisas catalogaram evidências acerca da obtenção de rendimentos extraordinários a partir da informação contida nos lucros reportados contabilmente, denominado por Ball (1992) como anomalias preço-lucro.

No contexto de anomalias preço-lucro, Ball e Brown (1968), investigando a reação no preço de ações ante lucros divulgados de firmas no mercado de capitais americano no período 1957-1965, sinalizaram que firmas que reportam *good news* (variação do lucro divulgado superior à expectativa condicional), apresentam retornos anormais que tendem a mover-se para cima seguindo o anúncio de lucros; já firmas que reportam *bad news* (variação do lucro divulgado inferior à expectativa condicional) apresentam retornos anormais movendo-se para baixo também seguindo o anúncio de lucros.

Com tal comportamento seria possível obter ganhos econômicos negociando a partir da informação de firmas que apresentaram *good news* ou *bad news* logo após o anúncio de lucros. Tal anomalia ficou conhecida como *post-earnings announcement drift* (PEAD).

Narayanamoorthy (2006) também encontrou evidências da anomalia PEAD ao investigar amostra de firmas da base Compustat no período 1980-2004. Adicionalmente, a

pesquisa sinalizou que é possível incrementar rendimentos econômicos ao se incorporar à estratégia PEAD informações provenientes de conservadorismo contábil.

O argumento para essa inferência reside no fato de que o conservadorismo reflete perdas econômicas sendo registradas mais tempestivamente que ganhos econômicos e que o mercado estaria ignorando tais implicações, decorrentes de propriedades diferenciadas na série temporal de perdas econômicas com decréscimos de lucros futuros contidos em tal informação, segundo Narayanamoorthy (2006).

Outra anomalia preço-lucro foi documentada por Sloan (1996), a qual se refere à demora no ajustamento dos preços dos títulos diante de informação relativa à magnitude dos *accruals* incluídos no lucro, denominada *accruals anomaly*.

Especificamente, Sloan (1996) identificou que a parcela de *accruals* incluída no lucro, apurado contabilmente, é menos persistente que a parcela de fluxo de caixa que o compõe. Segundo as evidências da pesquisa, quanto maior a parcela de fluxo de caixa, maior a probabilidade de o lucro do período seguinte alcançar o nível do lucro do período corrente. Por outro lado, quanto maior a parcela de *accruals*, menor tal probabilidade (SLOAN, 1996).

Accruals e fluxo de caixa representam os componentes do lucro apurado pelo formato da contabilidade (DECHOW; KHIMICH; SLOAN, 2011). O componente fluxo de caixa corresponde às receitas (despesas) que foram recebidas (pagas) no mesmo período econômico em que foram realizadas (incorridas), ao passo que o componente *accruals* representa o registro de variações do Ativo (Passivo), decorrentes de receitas (despesas) recebidas (pagas) em período distinto daquele em que são efetivadas (incorridas), no dizer de Souza (2016).

Os achados de Sloan (1996) também sinalizaram que investidores falham em distinguir entre tais propriedades; argumentou que estes agentes parecem tratar o componente *accruals* como se fosse mais persistente que o componente fluxo de caixa, atribuindo valor maior que o devido ao componente *accruals* e valor menor que o devido ao componente fluxo de caixa.

Nesse contexto, de acordo com Souza (2016), investidores seriam obrigados a reajustar o preço, quando o lucro divulgado pela firma não fosse condizente com a magnitude de *accruals* contidos no lucro do período anterior. Tal situação permitiria que investidores obtivessem ganhos econômicos a partir desse desajuste temporário entre preço e informação (SLOAN, 1996).

A anomalia de *accruals*, desde o trabalho seminal de Sloan (1996), tem recebido considerável atenção da academia nas últimas décadas, e diversos estudos subsequentes à sua

inferência têm refinado o entendimento sobre tal anomalia do mercado de capitais, conforme Drake, Myers e Myers (2009).

Nesse sentido, é possível destacar pesquisas que estendem o trabalho de Sloan (1996), sinalizando que a anomalia de *accruals* seria direcionada pelo mal apreçamento de *accruals* discricionários (CHENG; THOMAS, 2006) e, mais especificamente, por mudanças nos estoques (THOMAS; ZHANG, 2002). Outros estudos têm investigado a presença da anomalia de *accruals* nos mercados de capitais internacionais; destacam-se, nesse contexto, as pesquisas de Pincus, Rajgopal e Venkatachalam (2007).

Cheng e Thomas (2006), investigando amostra de firmas da base de dados Compustat no período 1989-2001, evidenciaram que *accruals* discricionários continuam a ter significativa força explicativa para obtenção de retornos anormais; sinalizaram que esses retornos, a partir de uma estratégia baseada nos *accruals* discricionários, concentram-se em torno dos anúncios de lucros trimestrais.

Thomas e Zhang (2002), por sua vez, investigando o mercado de capitais americano no período 1970-1997, evidenciaram que os retornos anormais - obtidos a partir da estratégia baseada nos *accruals* - são explicados principalmente pelas mudanças nos estoques; apresentaram, ainda, que firmas com aumentos (decréscimos) de estoques experimentaram altos (baixos) níveis de lucratividade.

Pincus, Rajgopal e Venkatachalam (2007), analisando a possível existência da anomalia de *accruals* para amostra de vinte países no período 1994-2002, constataram a presença de tal anomalia em quatro países da amostra – Austrália, Canadá, Estados Unidos e Reino Unido. Os autores inferem que a anomalia de *accruals* relaciona-se a atributos institucionais de cada país e a seus diferentes sistemas de contabilidade.

Convém ressaltar que, embora tais evidências sinalizem possíveis atributos que possam explicar a presença da anomalia de *accruals* nos mercados de capitais, ainda não há um consenso na literatura sobre a causa subjacente dessa anomalia, conforme ponderam Chan, Lee e Lin (2009).

Outras pesquisas têm investigado possíveis atributos capazes de afetar a presença da anomalia de *accruals* nos mercados; dentre esses atributos, a qualidade das informações divulgadas pelas firmas (DRAKE; MYERS; MYERS, 2009; CHAN; LEE; LIN, 2009) e a sofisticação dos investidores (COLLINS; GONG; HRIBAR, 2003; LEV; NISSIN, 2006) poderiam estar afetando a existência da anomalia de *accruals*.

2.2 Anomalia de *Accruals* e Qualidade Informacional dos Lucros

Direcionando a discussão para a questão do apereçamento impróprio das informações contidas nos lucros, Merton (1987) contribui com tal discussão argumentando que sinais informacionais incompletos (de menor eficiência informacional) podem causar o surgimento de anomalias de preços nos mercados de capitais, mesmo que estes sejam dominados por investidores racionais.

Nesse contexto, Thomas (2000) sugere que tal comportamento pode decorrer da baixa qualidade das informações divulgadas, sem que se especifique tal fenômeno. Evidências apresentadas por Drake, Myers e Myers (2009) e Chan, Lee e Lin (2009) oferecem, em adição, suporte a tal conjectura.

Drake, Myers e Myers (2009), investigando a relação entre qualidade da informação divulgada e mal apereçamento dos componentes do lucro divulgado de firmas constantes no AIMR *scores* no período 1982-1996, sinalizaram que a divulgação de sinais informacionais eficientes reduz o mal apereçamento tanto do componente fluxo de caixa quanto do componente *accruals*.

Especificamente, os autores apontaram evidências de mal apereçamento desses componentes em firmas com qualidade informacional inferior e nenhuma evidência de mal apereçamento dos componentes *accruals* ou fluxo de caixa em firmas com qualidade informacional superior. Na pesquisa, a qualidade informacional foi estimada com base em dados publicados no AIMR *Reports*, os quais refletem a percepção de analistas sobre a qualidade da informação divulgada pelas firmas.

Chan, Lee e Lin (2009) reportaram achados similares, examinando a mesma relação no mercado de capitais no Reino Unido no período 1986-2002. No caso, investigaram se a qualidade da informação contábil – influenciada por intervenção regulatória - afeta a anomalia de *accruals*; os achados da pesquisa apontaram que a melhora na qualidade da informação a partir de intervenções regulatórias contribui para reduzir o mal apereçamento de *accruals* naquele mercado de capitais.

Brav e Heaton (2002) complementam tal raciocínio afirmando que mesmo investidores racionais subestimariam sinais informacionais menos eficientes, o que levaria ao mal apereçamento temporário de ativos e corrigiriam sua avaliação original com a chegada de novas informações; tal fato poderia permitir que investidores pudessem obter retornos anormais.

A anomalia de *accruals*, portanto, pode também ser dependente da qualidade das informações divulgadas; especificamente, a divulgação de informações de maior qualidade contribui para que investidores entendam mais eficientemente a informação contida nos lucros, incorporando com maior eficiência essa informação nos preços dos títulos.

A divulgação de informações com qualidade superior, ao contribuir para a redução da anomalia de *accruals* também estaria, por decorrência, contribuindo para a eficiência do mercado, uma vez que os preços estariam refletindo mais eficientemente as informações contidas nos *accruals*.

A informação contábil – principal canal informacional utilizado pelas firmas para comunicação com seus *stakeholders* – desempenharia tal função, desde que ofertada com atributos de eficiência informacional.

Lopes (2002) conjectura sobre este suposto relacionamento entre a informação contábil e a eficiência do mercado; segundo este autor, se a informação contábil for relevante num mercado eficiente, a resposta nos preços dos títulos desses mercados é rápida e imediata, refletindo a capacidade de seus agentes em avaliar eficientemente o conteúdo informacional dessa fonte.

Por outro lado, se aquela informação for relevante num mercado não eficiente, a resposta nos preços não é rápida, uma vez que os agentes demoram para absorver o conteúdo informacional presente na informação contábil divulgada. Destaca ainda que, se a informação contábil for irrelevante num mercado eficiente, não haverá qualquer reação dos agentes em relação ao conteúdo dessa informação.

O autor argumenta que evidências empíricas têm indicado que tais agregados informacionais são relevantes para agentes dos mercados de capitais; a qualidade do sinal informacional desses agregados, portanto, constitui-se de atributo relevante para as decisões de investimento nos mercados de capitais, uma vez que podem distorcer a eficiência de análise dos agentes (SILVA, 2015).

De acordo com Scott (2012), a informação contábil integra o conjunto de informações públicas que contribuem para reduzir a assimetria informacional entre os agentes. Giner, Tahoun e Walker (2013) complementam tal argumento afirmando que a informação contábil pode reduzir, inclusive, a assimetria informacional entre investidores informados e não informados, dado que ela antecipa a divulgação de informações privadas e reduz o incentivo para a coleta desse tipo de informação.

Dentre os agregados informacionais produzidos pela Contabilidade, destaca-se a divulgação do lucro empresarial como relevante sinal informacional para os participantes do mercado de capitais; a teoria econômica credita ao lucro empresarial o papel crucial de se constituir em sinal ótimo para direcionar a alocação de recursos no mercado de capitais (LEV, 1989).

A apuração do lucro, como indicador de desempenho das firmas exerce papel central na contabilidade, uma vez que esta medida é amplamente utilizada na estimação da performance da firma e, por decorrência, na avaliação dos títulos por ela emitidos no mercado de ações (DECHOW; KHOTARI; WATTS, 1998).

Dechow e Schrand (2004) destacam que os lucros divulgados são frequentemente utilizados para avaliar o valor intrínseco da firma, contudo apenas lucros informacionalmente eficientes serão medida sumária útil para captar aquele valor.

A qualidade desse agregado informacional é relevante para a eficiência dos mercados de capitais; Dechow e Schrand (2004) argumentam que é possível a obtenção de ganhos econômicos a partir da análise das demonstrações financeiras e do entendimento da qualidade dos lucros, dado que os custos em processar informações podem impedir que preços reflitam perfeitamente toda a informação pública e que investidores nem sempre são racionais.

Nesse cenário, investidores racionais podem obter ganhos econômicos ao utilizar lucros de maior qualidade para acessar o valor intrínseco da firma e verificar que, no mercado, o preço corrente do título de tal firma não reflete aquele valor; tal desvio do valor intrínseco da firma seria reflexo do mal apreçamento das informações contidas nos lucros.

De outra parte, lucros com qualidade inferior podem contribuir para o mal apreçamento das informações contidas nos lucros; a esse respeito, Beneish e Nichols (2005), examinando a relação entre a probabilidade de manipulação de resultados, *accruals* e futuros retornos para amostra de firmas da base de dados Compustat no período 1993-2003, inferem a partir dos achados que lucros de qualidade inferior contribuem para surgimento de mal apreçamento de *accruals*.

Lucros de maior qualidade, por sua vez, permitem que investidores mais completamente entendam as informações contidas nos *accruals* e nos fluxos de caixa e seu impacto em lucros futuros, segundo Drake, Myers e Myers (2009); nesse cenário, investidores avaliariam mais eficientemente as diferentes persistências dos componentes do lucro divulgado e seriam capazes de incorporar mais eficientemente tais persistências nos preços dos títulos.

Nesse sentido, é possível afirmar que a qualidade informacional dos lucros divulgados se torna relevante para influenciar anomalia de *accruals* em mercados de capitais; lucros de maior qualidade informacional contribuiriam para redução da anomalia, ao passo que sua baixa qualidade informacional contribuiria para o exacerbamento da anomalia de *accruals*.

A definição do que poderia vir a representar qualidade dos lucros, bem como formas de mensurar tal qualidade ainda não é consensual na literatura (DICHEV *et al.*, 2013).

Dechow, Ge e Schrand (2010) definem lucros de alta qualidade como aqueles que fornecem mais informações sobre as características da performance de uma firma que são relevantes para uma decisão específica feita por um tomador de decisão específico. Os autores destacam que tal definição de qualidade pode ser avaliada no que se refere a qualquer decisão que dependa de uma representação informativa da performance econômico-financeira.

Dechow e Schrand (2004), por sua vez, definiram qualidade dos lucros em função dos seguintes atributos: (a) capacidade em refletir com maior precisão a performance operacional corrente da firma; (b) indicação da performance operacional futura da firma; e (c) medida útil para avaliar o valor da firma, características apenas possíveis de verificação por meio de *accruals*.

Lucros apurados sob os preceitos de métodos de registro baseados em *accruals* representam medida sumária da performance empresarial, segundo Dechow (1994). Embora o resultado relevante para os diversos agentes contratantes com a firma seja o conceito de fluxo de caixa (COELHO; LIMA, 2008), reportar o resultado empresarial baseado apenas naquele componente de lucros não é necessariamente informativo, segundo Dechow (1994); a autora destaca que, na base de intervalos finitos, fluxos de caixa realizados sofrem de problemas relacionados à temporalidade e à sincronia entre desembolsos e recebimentos a eles relacionados, o que os torna uma medida de menor qualidade para refletir a performance empresarial.

A contabilidade, portanto, procura contornar tais problemas utilizando *accruals* para alterar o momento do reconhecimento de fluxos de caixa operacionais da firma em lucros (DECHOW, 1994); tal propriedade, segundo Dechow e Dichev (2002), cria medida que melhor reflete a performance da firma, qual seja, o lucro apurado pelo sistema contábil.

O uso de *accruals*, segundo Coelho e Lima (2008), permite que se registrem transações econômicas incompletas – em que não há a total transferência de propriedade entre os agentes econômicos – pela agregação de registros efetuados em momentos diferentes do tempo.

Também permite o reconhecimento de determinados eventos - que impactam o lucro a ser divulgado - cujo relacionamento com o fluxo de caixa da firma apenas ocorre em ciclos de prazos mais longos (COELHO; LIMA, 2008); como exemplo de tais eventos, tem-se o caso clássico da depreciação de ativos imobilizados não fungíveis.

A utilização de *accruals* pela contabilidade destina-se a criar conteúdo informacional para os diversos usuários interessados em avaliar a performance empresarial (COELHO; LIMA, 2008); nesse sentido, lucros apurados e divulgados sob os preceitos de uma contabilidade baseada em *accruals* representam um melhor indicativo da performance corporativa.

A capacidade informacional de *accruals*, contudo, pode ser deteriorada por um conjunto de problemas, conforme Dechow (1994); dentre esses problemas, a autora destaca que gestores têm alguma discricionariedade em reconhecer *accruals*, e que tal fato pode os levar a manipular os lucros reportados por meio do uso de *accruals*.

Dechow e Dichev (2002), por sua vez, destacam que o benefício do uso de *accruals* exige estimativas, e que tais estimativas vêm à custa de erros, seja intencionalmente ou não; afirmam que esses erros reduzem a capacidade informacional dos *accruals*.

Tais problemas contribuem para que *accruals* reduzam a capacidade de lucros divulgados refletirem a performance empresarial (DECHOW, 1994), reduzindo, por decorrência, a eficiência informacional dos lucros para os diversos usuários interessados nesse agregado informacional; nesse sentido, é possível afirmar que a qualidade informacional dos lucros divulgados é dependente do comportamento do componente *accruals*.

No que tange à mensuração da qualidade de lucros, Yoon (2007) lista oito atributos que têm sido utilizados nas pesquisas como critério para avaliar a qualidade dos lucros: qualidade dos *accruals*, persistência, previsibilidade, suavização, confiabilidade, relevância, tempestividade e conservadorismo; tais atributos detalhados a seguir, com suporte na referida autora em tela.

Define-se qualidade de *accruals* em termos do impacto desse componente em reduzir a capacidade de lucros em refletir a performance da firma se gestores utilizam sua discricionariedade para manipular *accruals*, destacando o uso de *accruals* discricionários e tomando variações nas contas circulantes operacionais – o capital de giro – como critério para mensurar a qualidade de lucros.

Destaca-se persistência e previsibilidade de lucros como indicadores relevantes da qualidade dos lucros; lucros mais persistentes e, portanto, mais previsíveis são tidos como de

alta qualidade. Ambos os atributos podem ser captados por modelo autorregressivo de lucros, em que o coeficiente de inclinação do modelo capta a persistência de lucros, e os resíduos desse modelo capturam a previsibilidade do agregado.

Sobre a suavização dos lucros, argumenta-se que um maior grau de lucros suavizados, expresso pela correlação entre variação nos *accruals* e variação nos fluxos de caixa, representam lucros de qualidade inferior.

Em relação à confiabilidade, demonstra-se que tal atributo representa relevante característica qualitativa da informação contábil, destacando que lucros confiáveis são aqueles que correspondem aos eventos econômicos aos quais se propõem a representar.

Também se coloca discussão sobre a relevância dos lucros, debatida em termos da utilidade dos lucros para usuários informacionais, apontando-se que pesquisas têm investigado essa utilidade no contexto dos mercados de capitais. Argumenta-se, ainda, que tanto a confiabilidade quanto a relevância podem ser capturados pelo exame da associação entre retorno de ações e retorno apurado pela informação contábil.

Define-se tempestividade como o grau em que lucros divulgados incorporam ganhos e perdas econômicas, e que tal atributo pode ser mensurado pelo coeficiente de determinação (R^2) do Modelo Reverso de Lucros Associados a Retornos (BASU; 1997). Quanto maior o coeficiente de determinação, maior a qualidade informacional dos lucros.

Por fim, define-se conservadorismo como o reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas econômicas, em que lucros refletem perdas econômicas mais rapidamente que ganhos econômicos. Aponta que tal atributo também pode ser mensurado pelo Modelo Reverso de Lucros Associados a Retornos (BASU; 1997).

Yoon (2007) destaca ainda que todos esses atributos relacionados à qualidade informacional dos lucros estão interligados; ilustra tal argumento apontando evidências empíricas que sinalizam o impacto de *accruals* na persistência e na previsibilidade dos lucros. Seguindo tal linha, é possível destacar relacionamento entre o componente *accruals* e outros atributos da qualidade dos lucros, como a suavização dos lucros por meio desse componente ou mesmo a prática de conservadorismo condicional, por meio da investigação sobre o comportamento dos *accruals*.

Todos os critérios discutidos acima se associam diretamente à decisão do gestor sobre o componente *accruals*, já que essa decisão é discricionária e dado que esse componente é o responsável pela informação útil para projeções do lucro e que dá substância econômica à informação apurada contabilmente sobre o desempenho operacional da empresa.

A esse respeito, Coelho e Lima (2008) argumentam que a gênese formal da qualidade informacional dos lucros origina-se na utilização de *accruals* por parte de gestores com o objetivo de criar conteúdo informacional para os usuários daquela informação.

Nesse sentido, a medida de persistência dos *accruals*¹ desenvolvida por Dechow e Dichev (2002) modificada por McNichols (2002) – que capta o impacto de erros de estimativas na persistência temporal dos *accruals* – e o modelo operacionalizado por Ball e Shivakumar (2005), que capta o reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas, são apresentados neste estudo como os fatores relevantes para demonstrar a qualidade informacional dos lucros, dado que ambos os modelos dependem do tratamento dado aos *accruals* e podem demonstrar a discricionariedade dos gestores na gestão contábil, permitindo melhor entender razões para anomalia de *accruals*.

2.2.1 Persistência de Accruals

Dechow (1994) argumenta que a adoção de contabilidade baseada em *accruals* aumenta a qualidade informacional de lucros; tal benefício, contudo, é compensado pelo potencial viés introduzido pelos ajustes decorrentes dos *accruals* nos lucros divulgados, dado que o componente envolve alocações e avaliações sujeitas a alto grau de subjetividade (CUPERTINO, 2010) decorrente da discricionariedade própria das decisões dos gestores em tal determinação.

Barth *et al.* (1999) acrescentam que *accruals* envolvem maior grau de subjetividade que fluxos de caixa, sendo, portanto, mais provável que sejam objeto da discricionariedade de gestores, mais propensos a conter itens não usuais menos prováveis de se repetir em períodos futuros.

Tais características contribuem para que o componente *accruals* seja menos persistente que o componente fluxo de caixa em relação à sua capacidade de previsibilidade de lucros futuros.

Tal fato, produz implicações diferenciadas na avaliação de lucros futuros segundo a presença de *accruals* e de fluxos de caixa na composição dos lucros do período corrente, conforme pondera Sloan (1996). Nesse sentido, Cupertino (2010) argumenta que elevado lucro

¹ A medida de persistência de *accruals* é denominada no texto de Dechow e Dichev (2002) como medida da qualidade de *accruals*.

atribuído aos fluxos de caixa é provavelmente mais persistente do que se fosse decorrente de ajustes por *accruals*.

Francis e Smith (2005) definem que a persistência capta a extensão em que os choques do lucro (ou de seus componentes) se repetem em períodos futuros; dito de outro modo, a persistência define a intensidade com que lucros (ou seus componentes) afetarão lucros futuros.

Evidências empíricas têm confirmado a menor persistência atribuída ao componente *accruals* quando comparado ao componente fluxo de caixa; destaca-se, a esse respeito, o estudo de Sloan (1996) como o primeiro a sinalizar tal evidência. Desde as evidências sinalizadas por Sloan (1996), diversas outras pesquisas (CUPERTINO, 2010; DECHOW; GE, 2006; DECHOW; RICHARDSON; SLOAN, 2008; FRANCIS; SMITH, 2005) têm evidenciado a menor persistência do componente *accruals*.

Outros pesquisadores, de outra parte, têm investigado atributos que contribuem para a menor persistência do componente *accruals*.

Seguindo tal direcionamento, Dechow e Dichev (2002) atribuem aos erros na estimação de fluxos de caixa futuros possível explicação para a menor persistência dos *accruals*. Segundo os autores, dado que o uso de *accruals* requer estimativas de fluxos de caixas futuros, o benefício de usar tal componente do lucro será compensado por erros de estimativas. Argumentam, ainda, que *accruals* são frequentemente baseados em premissas e estimativas que, se erradas, impactarão o sentido esperado de lucros futuros.

Erros de estimativas, segundo Dechow e Dichev (2002), reduzem a persistência de *accruals*, bem como sua utilidade para prever fluxos de caixas. Argumentam, ainda, que a magnitude de tais erros impacta diretamente na qualidade dos lucros reportados, demonstrando relação inversa entre esses atributos, isto é, quanto maior a magnitude de tais erros menor será a qualidade dos lucros, ao passo que menor magnitude desses erros denotará lucros com atributos de maior qualidade.

Dechow e Dichev (2002) definem a qualidade dos *accruals* de uma firma e, por decorrência, dos lucros, como medida em que *accruals* mapeiem a realização de fluxos de caixas operacionais, em que baixa correspondência significa *accruals* de baixa qualidade. Os autores argumentam que a qualidade dos *accruals* e de lucros é decrescente na magnitude de erros de estimação em *accruals*, expressos por sua baixa persistência.

Para investigar a qualidade dos *accruals*, Dechow e Dichev (2002) propuseram medida que relaciona a persistência dos *accruals* com erros de estimativa (SOUZA, 2016).

Para tanto, reconhecendo que *accruals* são utilizados para reconhecer antecipadamente ou diferir o reconhecimento de fluxos de caixa, os autores desenvolveram modelo que relaciona *accruals* correntes e fluxos de caixa de períodos imediatamente subjacentes (MCNICHOLS, 2002), conforme equação (1).

$$AC_t = FC_{t-1}^t - (FC_t^{t+1} + FC_t^{t-1}) + FC_{t+1}^t + \varepsilon_{t+1}^t - \varepsilon_t^{t-1} \quad (1)$$

Em que:

AC_t = *accruals* correntes reconhecidos no período t ;

FC_{t-1}^t = fluxos de caixa do período $t-1$ reconhecidos no resultado do período t ;

FC_t^{t+1} = fluxos de caixa do período t que serão reconhecidos no resultado do período $t+1$;

FC_t^{t-1} = fluxos de caixa do período t reconhecidos no resultado do período $t-1$;

FC_{t+1}^t = fluxos de caixa do período $t+1$ reconhecidos no resultado do período t ;

ε_{t+1}^t = termo que capta erros de estimativa nos *accruals* reconhecidos no período t para fluxos de caixas que serão realizados em $t+1$;

ε_t^{t-1} = termo que capta erros de estimativa nos *accruals* reconhecidos no período $t-1$ para fluxos de caixas realizados em t .

Conforme a equação (1), *accruals* correntes são determinados por fluxos de caixa de períodos imediatamente subjacentes e por erros na estimativa de *accruals* para projetar fluxos de caixa futuros. A persistência de *accruals* é decrescente na magnitude desses erros.

Adicionalmente, a equação (1) fornece previsões acerca da relação entre *accruals* correntes e fluxos de caixa, conforme já relatadas empiricamente; segundo o modelo, *accruals* correntes relacionam-se positivamente com fluxos de caixa passados e futuros, e negativamente com fluxos de caixa correntes.

Dechow e Dichev (2002) derivaram, a partir da equação (1), o modelo de regressão (2) para testes empíricos sobre a qualidade de *accruals*, a ser processada a nível de empresa:

$$\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 * FC_{t-1} + \beta_2 * FC_t + \beta_3 * FC_{t+1} + v_t \quad (2)$$

Em que:

ΔCG_t = variação no capital de giro líquido para o período t ;

FC_{t-1} = fluxo de caixa operacional do período $t-1$;

FC_t = fluxo de caixa operacional do período t ;

FC_{t+1} = fluxo de caixa operacional do período $t+1$;

v_t = termo de erro que capta os resíduos da regressão.

O modelo (2) capta a persistência de *accruals*, expressa pelos coeficientes de persistência dos fluxos de caixas; o termo de erro da regressão (2) capta os erros de estimação de *accruals* correntes, isto é, *accruals* reconhecidos que não estão relacionados a fluxos de caixa realizados.

McNichols (2002) destaca as contribuições do modelo desenvolvido por Dechow e Dichev (2002) no sentido de prover caracterização da relação entre *accruals* e fluxos de caixa e de capturar relevante elemento da qualidade dos lucros – os erros de estimação dos *accruals* – operando empiricamente evidências de sua validade empírica.

Em adição ao modelo, propõe a inclusão de variáveis fundamentais apontadas em Jones (1991), o qual introduz os efeitos do processo de *accruals* derivados de transações que se completam no longo prazo – tanto do ponto de vista de fluxos de caixa passados e relativos ao ativo imobilizado (depreciação), como em função de fluxos de caixa esperados atinentes a recebimentos e crescimento de vendas), conforme Dechow, Ge e Schrand (2010). Tal proposição resultou da constatação de que tanto o modelo Jones (1991) quanto o modelo Dechow e Dichev (2002) apresentam problemas de especificação.

O modelo combinado, segundo a proposição de McNichols (2002), é expresso conforme a regressão (3):

$$\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 * FC_{t-1} + \beta_2 * FC_t + \beta_3 * FC_{t+1} + \beta_4 * \Delta REC_t + \beta_5 * AI_t + v_{it} \quad (3)$$

Em que:

ΔCG_t = variação no capital de giro líquido para o período t , deflacionada pelo ativo total de $t-1$;

FC_{t-1} = fluxo de caixa operacional do período $t-1$;

FC_t = fluxo de caixa operacional do período t ;

FC_{t+1} = fluxo de caixa operacional do período $t+1$;

ΔREC_t = variação das receitas operacionais do período t , deflacionada pelo ativo total de $t-1$;

AI_t = ativo imobilizado bruto do período t , deflacionado pelo ativo total de $t-1$;

v_t = termo de erro que capta os resíduos da regressão.

Segundo McNichols (2002), a variação das receitas e o ativo imobilizado bruto são fatores que afetam as expectativas sobre *accruals* correntes. A variação de receitas controla possíveis efeitos do crescimento de vendas que possam afetar *accruals* correntes, já o nível de imobilizado bruto controla possíveis efeitos que possam ter impactado o fluxo de caixa operacional, mas não se relacionam a *accruals* correntes.

A inclusão dessas variáveis no modelo regressivo original proposto por Dechow e Dichev (2002) proporciona significativo aumento no seu poder explicativo, conforme evidenciado por McNichols (2002). Francis *et al.* (2005) e Lee e Masulis (2009) também evidenciaram aumento do poder explicativo do modelo ao se incluir essas variáveis.

Os resíduos da regressão (3) captam erros na estimação dos *accruals* correntes em relação à realização efetiva futura de fluxos de caixa e a apropriações de estimativa de realização de fluxos de caixa ocorridos no passado, envolvendo fatores de curto prazo e outros fatores fundamentais na firma, como crescimento de receitas e comportamento do ativo imobilizado; o desvio-padrão destes resíduos – $\sigma(v_t)$ – pode ser tomado como medida da qualidade de *accruals*, em que maior desvio padrão denota *accruals* de menor persistência.

A medida de qualidade de *accruals*, conforme denominada por Dechow e Dichev (2002), deriva da persistência temporal de *accruals* correntes, em que *accruals* mais persistentes denotam maior qualidade destes e vice-versa; nesta pesquisa, utiliza-se o termo persistência de *accruals* para se referir à medida de qualidade de *accruals* de Dechow e Dichev (2002).

2.2.2 Conservadorismo Condicional

Segundo Watts (2003), o conservadorismo contábil é tradicionalmente definido pelo adágio “não antecipar lucros, mas antecipar todas as perdas” (BLISS, 1924 *apud* WATTS, 2003, p. 208). Decorre da prática de tal máxima que ativos e receitas tenderão a estar subavaliados e passivos e despesas superavaliados no que se refere a qualquer princípio de avaliação e mensuração que se aplique (COELHO, 2007).

Tal definição tradicional representa o que Ball e Shivakumar (2005) definem como conservadorismo incondicional, em que a contabilidade se direciona a reportar menores valores de patrimônio líquido (BALL; SHIVAKUMAR, 2005); Coelho (2007) argumenta que essa versão de conservadorismo não traz qualquer impacto informacional para os usuários da contabilidade.

Por outro lado, Ball e Shivakumar (2005) destacam a existência de outra distinta definição de conservadorismo, versão a qual denominam de conservadorismo condicional; Basu (1997) define tal versão de conservadorismo como a tendência de contadores a requerer maior grau de verificação para reconhecer boas notícias (*good news*) em relação ao reconhecimento de más notícias (*bad news*) na preparação de demonstrações contábeis. Na

interpretação de Basu (1997), lucros refletem *bad news* de forma mais rápida do que *good news*, se aplicado conservadorismo condicional na apuração e divulgação de lucros.

Sob a definição do conservadorismo condicional é esperado que lucros divulgados reflitam perdas econômicas de forma mais tempestiva que ganhos econômicos, dada existência de assimetria de tratamento para o registro antecipado dos dois fenômenos (COELHO, 2007).

Ball e Shivakumar (2005) argumentam que o registro oportuno de perdas econômicas é um importante atributo da qualidade das demonstrações contábeis, uma vez que incrementa a utilidade dessas demonstrações para investidores, credores, gestores e todas as outras partes contratantes com a firma.

As pesquisas empíricas relacionadas ao registro oportuno de perdas econômicas têm utilizado mais frequentemente o Modelo Reverso de Lucros Associados a Retornos de Basu (1997), segundo Dechow, Ge e Schrand (2010).

Basu (1997) examinou se firmas americanas que se defrontam com más notícias (*bad news*) – representadas por retornos negativos – são mais prováveis de antecipar o reconhecimento tempestivo de perdas econômicas do que firmas com desempenho contemporâneo positivo. Para tanto, desenvolveu o modelo (4):

$$X_{it}/P_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 DR_t + \beta_2 R_{it} + \beta_3 R_{it} * DR_{it} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Em que:

X_{it}/P_{it-1} = Lucros por ação escalados pelo preço da ação no início do período;

$DR_t = Dummy$ (= 1, se $R_{it} < 0$; = 0, em caso contrário);

R_{it} = Retornos por ação;

$R_{it} * DR_{it}$ = impacto diferenciado na relação das firmas com retornos negativos;

ε_t = termo de erro da regressão.

A denominação de modelo reverso se dá em função da variabilidade dos retornos de mercado explicarem a variabilidade dos lucros (COELHO, 2007), uma vez que pesquisas têm confirmado a relação inversa – variabilidade dos lucros explicando a variabilidade dos retornos.

Sob a hipótese de que lucros são mais sensíveis a retornos inesperados negativos (expressos por más notícias) do que retornos inesperados positivos (expressos por boas notícias), que resultaria do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas, é esperado que o coeficiente na amostra de firmas com retornos negativos (β_3) seja positivo e maior que o coeficiente para amostra de firmas com retornos positivos (β_2); efeito similar será captado se $\beta_3 + \beta_2 > \beta_2$, o que revelaria a presença de conservadorismo condicional.

Também se espera que o coeficiente de determinação (R^2) da regressão (4) seja maior para amostra de firmas com más notícias do que para aquelas com resultado contemporâneo positivo, o que denota que lucros contém mais informações tempestivas relacionadas as más notícias.

Finalmente, espera-se que o termo de intercepto (β_0) seja positivo, sinalizando que variações negativas nos lucros estão correlacionadas com más notícias correntes (conservadorismo condicional); na hipótese da presença de conservadorismo incondicional, não condicionado a eventos econômicos contemporâneos, espera-se termo de intercepto negativo, bem como coeficientes de inclinação e de determinação iguais tanto para amostra de firmas com más notícias quanto para aquelas com boas notícias.

Os achados de Basu (1997) confirmaram a hipótese da presença do conservadorismo condicional nos lucros daquelas firmas, tanto pelo coeficiente que capta o impacto diferenciado em firmas com retornos negativos ($\beta_3 + \beta_2 > \beta_2$) quanto pelo termo de intercepto que se apresentou positivo. Os resultados, portanto, confirmaram a maior tempestividade de lucros para o reporte publicamente disponível de más notícias do que para boas notícias.

Basu (1997) também investigou a existência de componentes transitórios nos lucros decorrentes da prática do conservadorismo condicional; argumenta que a prática do conservadorismo resulta em menor persistência de lucros em períodos de más notícias – expresso por variações negativas de lucros – relativo a períodos de boas notícias. Esse argumento é explicado pelo autor em tela, segundo a relação entre tempestividade e persistência.

Ocorre que maior tempestividade denota informações de valor relevante sendo reconhecida contemporaneamente em lucros, levando menos informações de valor relevante a serem reconhecidas em futuros períodos. Mais persistência, por outro lado, denotam menos informações de valor relevante sendo reportada em lucros correntes, sendo que mais dessas informações serão reportadas em lucros futuros. Nesse sentido, componentes do lucro mais tempestivos serão menos persistentes.

Dado que lucros são mais tempestivos para más notícias, também serão menos persistentes para estas. Baseado nesse argumento, Basu (1997) assumiu como hipótese que variações negativas de lucros têm uma maior tendência a se reverter no período seguinte do que variações positivas, constituindo-se essas variações negativas em componentes transitórios do lucro. O teste dessa hipótese se deu pelo seguinte modelo:

$$\Delta X_{it}/P_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 \Delta X_{it-1}/P_{it-2} + \beta_3 D * \Delta X_{it-1}/P_{it-2} + \varepsilon_t \quad (5)$$

Em que:

$\Delta X_{it}/P_{it-1}$ = variação do lucro no período t , deflacionada pelo preço da ação no início do período;

$D = Dummy$ (=1 se $\Delta X_{it-1}/P_{it-2} < 0$; = 0, caso contrário);

$\Delta X_{it-1}/P_{it-2}$ = variação do lucro por ação no período $t-1$, deflacionada pelo preço da ação no início do período;

$D * \Delta X_{it-1}/P_{it-2}$ = impacto diferenciado em empresas com variação negativa do lucro;

ε_t = termo de erro da regressão.

A maior tendência de reversibilidade de variações negativas nos lucros é captada pelo coeficiente β_3 , em que a maior reversibilidade dessas variações ocorrerá se $\beta_3 < 0$ e $\beta_3 + \beta_2 < 0$. Por outro lado, variações positivas são tidas como mais persistentes, implicando que β_2 seja igual a zero. A confirmação da primeira predição distingue o reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas econômicas e a ocorrência da segunda caracteriza o conservadorismo condicional.

Os resultados apontados por Basu (1997) confirmaram a hipótese de que as variações negativas dos lucros têm uma maior tendência a se reverter no período seguinte quando comparadas a variações positivas. Ademais, variações positivas mostraram-se componentes permanentes do lucro, segundo os achados.

Além dos modelos desenvolvidos por Basu (1997), Khan e Watts (2009) afirmam que diversos outros modelos têm sido propostos para captar a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas; dentre esses, destaca-se o modelo desenvolvido por Ball e Shivakumar (2005), o qual capta a antecipação tempestiva do registro de más notícias por meio do componente *accruals*.

Segundo o modelo de Ball e Shivakumar (2005), é por meio dos *accruals* que se dá o registro oportuno de ganhos e perdas econômicas, uma vez que ganhos e perdas econômicas baseiam-se em fluxos de caixa esperados e não em fluxos de caixa realizados. Os autores demonstram que o registro oportuno de ganhos e perdas econômicas é uma fonte de correlação positiva entre *accruals* e fluxos de caixa contemporâneos, mas com tratamento assimétrico.

Ball e Shivakumar (2005) argumentam que o tratamento assimétrico entre o reconhecimento de ganhos e perdas econômicas se dá porque perdas econômicas são mais prováveis a serem reconhecidas em uma base temporal, com registro de tais perdas contra o lucro do período; ganhos econômicos, por sua vez, são mais prováveis de serem reconhecidos

quando realizados, conseqüentemente contabilizados em uma base de caixa, segundo os autores.

Essa assimetria, conforme Ball e Shivakumar (2005), implica em que a correlação entre fluxos de caixa e *accruals* seja maior no caso de antecipação de perdas econômicas. Os autores estimaram o modelo (6) segmentando as amostras em firmas que apresentam fluxos de caixa negativos no período e aquelas com fluxo de caixa positivo:

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 DFCO_t + \beta_2 CFO_t + \beta_3 DFCO_t * CFO_t + v_t \quad (6)$$

Em que:

ACC_t = *accruals* totais do período, deflacionados pelo ativo total do período anterior;

$DFCO_t$ = *Dummy* que assume 1 se FCO é negativo, e 0 em caso contrário;

FCO_t = fluxo de caixa das operações do período, deflacionado pelo ativo total do período anterior;

$DFCO_t * FCO_t$ = impacto diferenciado nas firmas com fluxo de caixa negativo;

v_t = termo de erro da regressão.

Sob a hipótese de que firmas que experimentam a ocorrência de fluxos de caixa negativos tendem a antecipar tempestivamente o registro de perdas econômicas associadas ao evento com impacto no caixa, espera-se que o coeficiente β_3 seja positivo e maior que o coeficiente β_2 ; capta-se, ainda, a presença do conservadorismo condicional se $\beta_3 + \beta_2 > \beta_2$.

Além do reconhecimento assimétrico de ganhos e perdas econômicas, Ball e Shivakumar (2005) destacam que *accruals* são relevantes em mitigar a correlação serial negativa em fluxos de caixa; como reflexo de tal fato, é esperado que o coeficiente β_2 da equação (6) seja negativo.

Ocorre que a série temporal de *accruals* apresenta alta correlação serial positiva que compensa a correlação serial negativa da série de fluxos de caixa, o que retira o comportamento estocástico do lucro, segundo Coelho (2007); o autor destaca, ainda, que o uso de *accruals* faz com que a série temporal de lucros tenha correlação serial positiva ou tenha sua variabilidade sensivelmente reduzida.

Ball e Shivakumar (2005) aplicaram o modelo (6) a amostra de firmas britânicas no período 1989 a 1999; os resultados decorrentes da investigação, corroboram as suposições dos autores, em que se verificaram diferenças significativas na correlação entre *accruals* e fluxos de caixa operacionais.

Convém destacar que os autores também aplicaram à amostra o modelo de Basu (1997), que avalia a reversibilidade de componentes transitórios no lucro originados pelo

reconhecimento tempestivo de ganhos e perdas econômicas; os resultados são similares aos encontrados pelo modelo (6).

2.3 Qualidade Informacional dos Lucros e Demanda Informacional

Pesquisas no contexto do mercado de capitais brasileiro têm evidenciado que gestores de firmas tendem a divulgar lucros com qualidade inferior, registrando baixa persistência dos *accruals* reconhecidos (PAULO; MARTINS; GIRÃO, 2014) ou ainda apresentando baixo nível de reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas econômicas (COELHO; LIMA, 2007; PAULO; MARTINS; GIRÃO, 2014).

Paulo, Martins e Girão (2014), investigando a qualidade dos lucros divulgados por companhias abertas na América Latina e Estados Unidos, evidenciou que firmas no Brasil não praticam registro tempestivo assimétrico de perdas, bem como representam a amostra com menor persistência dos *accruals*; os achados sugerem que firmas no Brasil divulgam lucros com qualidade inferior.

Coelho e Lima (2007), examinando se companhias de capital aberto e de capital fechado, no Brasil, praticam no mesmo grau o reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas, evidenciaram como achado a não presença deste atributo de eficiência informacional dos lucros, confirmando o argumento de baixa eficiência informacional dos lucros divulgados por firmas no Brasil.

De acordo com Coelho, Galdi e Lopes (2010), o ambiente institucional brasileiro não encoraja gestores das firmas a divulgarem lucros com qualidade superior, embora a necessidade por fundos possa incentivar esses gestores a aprimorar seus sistemas de divulgação.

Considerando que gestores das firmas são os responsáveis pela produção e divulgação dos lucros, e que tais agentes divulgarão apenas informações que lhes maximizem a utilidade, a divulgação de números eficientes é dependente de atributos que forneçam incentivos para que esses agentes divulguem sinais informacionais eficientes.

Nesse sentido, Almeida (2010) argumenta que a qualidade da informação contábil pode ser influenciada por incentivos que os gestores venham a receber, tanto pelo ambiente institucional e pelo mercado em que a firma compete, como de sua estrutura interna de governança e pela forma como esta será divulgada ao mercado.

Coelho, Cia e Lima (2010) complementam esse argumento afirmando que a divulgação de lucros com qualidade superior por parte de gestores dependeria, além de um conjunto de normas eficazes, da existência de efetiva demanda por informações úteis, de forma a promover incentivos econômicos para o comportamento dos gestores.

Ball, Robin e Wu (2003) contribuem com tal discussão afirmando que, além de forças políticas, forças de mercado também fornecem incentivos para que gestores divulguem informações com atributos de eficiência; segundo os autores, as forças de mercado incluem a extensão da demanda por alta qualidade informacional dos lucros reportados.

Em linha com tal argumentação, Ball e Shivakumar (2005) afirmam que o reporte de lucros informacionalmente eficientes é dependente da demanda informacional dos agentes contratantes com a firma. Os autores apresentam evidências, no contexto do Reino Unido, que maior qualidade informacional dos lucros é demandada de companhias públicas do que de companhias privadas.

Evidenciam que, para companhias públicas, a demanda por lucros de maior qualidade emerge principalmente com o objetivo de se reduzir a assimetria informacional entre gerentes e outras partes contratantes com a firma. Esses achados confirmam o argumento de que a demanda por qualidade informacional representa atributo relevante em conduzir gestores a divulgarem números contábeis eficientes.

O interesse de usuários na qualidade informacional dos lucros, segundo Coelho (2007), pode se dar sob o enfoque contratual, de forma que não se induza transferência de riqueza não intencionais, e do ponto de vista de investidores, em que a eficiência dos números contábeis estarão relacionados ao provimento de sinais imperfeitos que poderão resultar em ineficiente alocação de recursos.

Sob o enfoque de investidores, Pennan (2009) afirma que esses agentes são os usuários primários dos relatórios financeiros divulgados pelas firmas, e que possuem alta demanda por tais informações, dado que essas informações contribuem para a eficiente decisão de investimentos desses agentes. Argumenta, ainda, que esses usuários extraem informações daqueles relatórios no sentido de responder questões sobre as firmas.

A demanda informacional de investidores por lucros informacionalmente eficientes, contudo, não é homogênea, uma vez que nem todos os investidores reúnem atributos que os capacitam a entenderem e utilizarem eficientemente a informação contida nos lucros divulgados. A esse respeito, Scott (2012) argumenta que alguns tipos de investidores terão *expertise* superior para analisar e extrair informações das demonstrações contábeis divulgadas.

Nesse contexto, Fletcher (1988) destaca a existência de distintas classes de investidores, sendo alguns deles profissionais ou investidores institucionais com vastos recursos, formação nas principais escolas de negócios e significativa experiência em investimentos; outros, por sua vez, são indivíduos com poucos recursos, pouca ou nenhuma formação e bem menos experiência no mercado de capitais.

Bartov, Radhakrishnan e Krinsky (2000), no mesmo sentido, argumentam que alguns participantes do mercado são investidores sofisticados, os quais são experts em obter e processar informações públicas; outros investidores, por sua vez, não são sofisticados, os quais utilizam principalmente a imprensa financeira e a intuição ao invés de proceder a análise rigorosa das demonstrações financeiras.

Os autores afirmam, ainda, que investidores sofisticados têm maior capacidade de caracterizar corretamente a natureza autorregressiva de lucros, bem como maior capacidade de estimar seus parâmetros sem vieses, quando comparados a investidores menos sofisticados.

Collins, Gong e Hribar (2003) sinalizam, ainda, a maior capacidade de investidores sofisticados em identificar eficientemente a informação contida nos *accruals*. Investigando o mercado de capitais americano no período 1988 a 1997, apontaram que firmas com maior participação de investidores sofisticados têm preços que mais acuradamente refletem a persistência de *accruals*.

Os resultados sinalizaram, ainda, que, baseando-se numa estratégia a base de *accruals*, ações de firmas com maior participação daqueles investidores produzem menores lucros econômicos quando comparadas às firmas com menor participação.

Esses investidores, segundo Scott (2012), tomam posição no mercado de capitais baseando-se no conteúdo informacional de diversas fontes informacionais, dentre estas, a informação divulgada pela contabilidade, se ofertadas com atributos de eficiência. Nesse sentido, investidores sofisticados apresentariam demanda efetiva por lucros com qualidade informacional, em que, a partir da sua efetiva demanda informacional, forneceria incentivos para que gestores divulguem números contábeis eficientes.

Lev e Nissin (2006) corroboram tal argumento; os autores, investigando o mercado de capitais americano no período 1965 a 2003, evidenciaram que investidores sofisticados tendem a investir em firmas segundo os níveis de *accruals* reportados nos lucros dessas firmas, tendendo a aumentar suas participações em firmas que apresentam menores níveis de *accruals*, e reduzir suas participações em firmas com maiores níveis de *accruals* nos lucros divulgados.

Ocorre que maiores níveis de *accruals* nos lucros denotam lucros de qualidade inferior, uma vez que o uso de *accruals* envolve o uso de estimativas por parte de gestores que, se erradas, impactarão o sinal esperado de lucros futuros. Ademais, Sloan (1996) argumenta que a performance corrente é menos provável de persistir se for atribuída principalmente ao componente *accruals*; nessa perspectiva, maiores níveis de *accruals* nos lucros reportados denotam menor qualidade destes, uma vez que provavelmente serão menos persistentes.

Os autores afirmam, ainda, que investidores sofisticados passaram a responder mais fortemente a informação contida nos *accruals* na década de 1990; dentre as possíveis explicações, os autores argumentam que esses investidores podem ter se tornado mais preocupados com problemas de qualidade dos lucros – principalmente envolvendo o uso de *accruals* – dado que a SEC (*Security Exchange Commission*) aumentou sua atenção a essa questão nesse período e que a qualidade de lucros deteriorou-se nesse período, segundo evidências de Lev e Zarowin (1999).

Souza (2016) fornece evidências que confirmam a demanda informacional de investidores sofisticados por lucros de qualidade superior, inclusive para obter lucros econômicos a partir da informação contida nos *accruals*.

O autor, investigando a relação entre a anomalia de *accruals* e a participação de investidores sofisticados para conjunto de nove países no período 2004 a 2013, sinalizou que, em dois dos três países onde foi identificada a presença da anomalia de *accruals*, investidores sofisticados parecem explorar o mal aproveitamento de *accruals* e tendem a investir em firmas que divulgam lucros com qualidade superior.

Esses achados, tomados em conjunto, sugerem uma possível associação entre a demanda informacional de investidores sofisticados e a qualidade informacional dos lucros.

Mais ainda, a exploração da informação contida nos *accruals* por parte desses investidores poderia estar condicionada a qualidade informacional dos lucros divulgados. Francis *et al.* (2004), a esse respeito, argumentam que investidores necessitam de informações que forneçam sinais informacionais eficientes, os quais possam ser explorados, inclusive, com o objetivo de gerar lucros econômicos.

De outra parte, dada que a sofisticação do investidor não é observável diretamente (SOUZA, 2016), faz-se necessário escolha de *proxy* para investidor sofisticado, de forma a se testar as implicações dessa classe de investidor na qualidade dos lucros divulgados.

No Brasil há conceito explícito de investidor qualificado, definido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2014, que se

aproxima do conceito de investidor sofisticado utilizado em Souza (2016). Porém, esse conceito baseia-se no valor do investimento, não considerando a competência do investidor para incorporar informações diversas em suas decisões (SOUZA, 2016). Ademais, não há informações relativas à participação acionária de investidores qualificados, razão pela qual não se considera esse conceito no presente estudo, seguindo Souza (2016).

Segundo a literatura a seguir apresentada, investidores institucionais reúnem atributos que os qualificam como representantes autênticos da classe de investidores sofisticados.

Bartov, Radhakrishnan e Krinsky (2000) afirmam que as pesquisas têm amplamente utilizado investidores institucionais como uma *proxy* para investidores sofisticados; os autores apontam que uma das características de investidores institucionais que os fazem uma *proxy* sustentável para investidores sofisticados refere-se a sua relativa vantagem em obter e processar informações, o que os tornam melhores informados do que investidores individuais e até do que especialistas de mercado.

Shiller e Pound (1989) reforçam o argumento acima, uma vez que, em pesquisa conduzida através de *survey*, constataram que investidores institucionais despendem mais tempo em análises de investimentos, em comparação ao investidor individual.

Lev (1988) argumenta que ricos investidores acessam informações demasiado onerosas para outros adquirirem. Uma vez que investidores institucionais, em média, possuem mais recursos que investidores individuais, eles são provavelmente melhores informados (JIAMBALVO; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2002). Tais atributos habilitam a classe de investidores institucionais como *proxy* para a classe de investidores sofisticados, ou bem informados (SOUZA, 2016).

Sobre a relação entre investidores institucionais e a qualidade dos números contábeis divulgados, Velury e Jenkins (2006) afirmam que tais investidores têm vários incentivos para monitorar a qualidade das demonstrações financeiras divulgadas. Os autores destacam os seguintes incentivos: as demonstrações financeiras são uma importante fonte informacional sobre a firma, inclusive para investidores institucionais; investidores institucionais são sofisticados, com maior capacidade para analisar as demonstrações mais completamente e proficientemente do que investidores individuais.

Os autores destacam, ainda, que investidores institucionais não apenas são sofisticados em utilizar e entender a informação contábil, mas também são capazes de monitorar o comportamento dos gestores, desencorajando-os a divulgarem informação contábil de baixa qualidade.

Nesse contexto, Bushee (1998) argumenta que investidores institucionais sofisticados e com grandes participações no capital das firmas removem incentivos para o comportamento oportunista de gestores por prover um maior grau de monitoramento do comportamento de gestores. O autor destaca que tal monitoramento poderá se dar tanto explicitamente, por meio de atividades de governança, quanto implicitamente, por meio da obtenção de informações e correta precificação das decisões gerenciais.

Bushee (1998) afirma, ainda, que instituições que investem em firmas com substanciais participações acionárias por um longo horizonte temporal têm fortes incentivos para incorrer em custos para explicitamente monitorar gestores, inibindo-os de praticarem o gerenciamento de resultados. Ressalte-se que tal prática implica lucros de qualidade inferior.

Velury e Jenkins (2006) contribuem com tal discussão, argumentando que investidores institucionais possuem tanto força quanto incentivos para encorajar gestores a divulgar lucros de maior qualidade. A força da demanda informacional desses investidores poderá se constituir, portanto, em incentivo à decisão de gestores de ofertarem lucros com atributos de eficiência informacional.

Pesquisas, no contexto internacional, têm examinado a influência da participação total de investidores institucionais na qualidade dos lucros, considerando para tal qualidade a presença dos atributos referentes à persistência de *accruals* e ao conservadorismo condicional.

Hashim e Devi (2012) investigaram o impacto da participação total de investidores institucionais na persistência dos *accruals*, *proxy* utilizada para qualidade dos lucros, no mercado de capitais da Malásia no período de 1998-2006. A persistência dos *accruals* foi mensurada utilizando-se o modelo de Dechow e Dichev (2002). Já a participação de investidores institucionais foi medida pelo percentual acionário mantido pelos cinco maiores investidores institucionais.

Os achados da pesquisa apontaram que a concentração acionária de investidores institucionais contribui para que as firmas, naquele país, divulguem *accruals* de maior persistência e, portanto, lucros de qualidade superior.

Souza (2016), por sua vez, examinou a relação entre a participação total de investidores institucionais e a persistência dos *accruals* para conjunto de nove países (Alemanha, Brasil, Espanha, Estados Unidos, França, Holanda, Itália, Reino Unido, Suíça), considerando dados para o período 2004-2013. A persistência dos *accruals* foi mensurada utilizando-se o modelo de Dechow e Dichev (2002). A participação de investidores institucionais, por sua vez, foi

mensurada pelo percentual de participação acionária de investidores institucionais em cada empresa.

A pesquisa sinalizou que investidores institucionais influenciam a decisão de gestores em reportarem *accruals* de maior persistência nos mercados de capitais da Alemanha, Estados Unidos, França e Reino Unido; esses achados sugerem que investidores institucionais pressionam gestores para que realizem melhores estimativas dos valores que serão reconhecidos no lucro. Para os mercados da Espanha, Holanda, Itália e Suíça, os achados não puderam comprovar qualquer relação entre investidores institucionais e a persistência dos *accruals*.

Já para o mercado de capitais brasileiro, o estudo de Souza (2016) evidenciou que investidores institucionais contribuem para que gestores divulguem *accruals* de baixa persistência, portanto, lucros de baixa qualidade informacional.

Chi, Liu e Wang (2009), de outra parte, examinaram a relação entre a prática do conservadorismo condicional pelos gestores e a participação de investidores institucionais no mercado de capitais de Taiwan no período 1996-2004. A prática do conservadorismo condicional foi estimada utilizando-se o modelo desenvolvido por Khan e Watts (2009). Já a participação de investidores institucionais foi mensurada pelo percentual de participação acionária mantida por investidores institucionais.

Os resultados do estudo apontaram para uma relação negativa entre o conservadorismo condicional e investidores institucionais, sugerindo que esses investidores influenciam gestores a divulgarem demonstrações financeiras menos conservadoras, portanto, de baixa qualidade informacional.

Moghaddam, Amirzadeh e Heidari (2013), também investigaram tal relação, contudo no contexto do mercado de capitais do Irã e no período 2001-2010. Além disso, também empreenderam testes considerando a separação de investidores institucionais considerando classe desses investidores com participação mais ativa e menos ativa nas decisões das firmas. A prática do conservadorismo condicional foi estimada utilizando-se os modelos desenvolvidos por Ball e Shivakumar (2005) e Givoly e Hain (2000).

A participação de investidores institucionais foi mensurada considerando tanto sua participação acionária total quanto sua presença em órgãos diretivos das firmas; nesta última formulação, investidores institucionais são separados em dois grupos: (1) Investidores Institucionais Ativos, os quais participam de órgãos diretivos das firmas; (2) Investidores Institucionais Passivos, os quais não participam daqueles órgãos.

Os resultados sinalizaram que a participação acionária total de investidores institucionais relaciona-se positivamente à prática do conservadorismo condicional segundo os dois modelos utilizados. Tal relação também apontada pelos dois modelos de conservadorismo condicional para a participação de investidores institucionais em órgãos diretivos das firmas.

Outras pesquisas, de outro modo, investigaram a influência de diferentes classes de investidores institucionais na qualidade dos lucros reportados – tanto na persistência dos *accruals* quanto na presença do registro tempestivo assimétrico de perdas econômicas. A seguir são apresentadas algumas dessas investigações.

Liu e Peng (2008) investigaram se a persistência dos *accruals* reportados é diferenciada segundo a participação de diferentes classes de investidores institucionais, considerando firmas constantes da base de dados Compustat no período entre 1985 e 2003. A persistência dos *accruals* foi mensurada utilizando-se o modelo de Dechow e Dichev (2002) modificado por Francis *et al.* (2005).

A participação de investidores institucionais, por sua vez, foi mensurada pelo percentual médio de ações nos quatro trimestres de cada ano; em seguida, os autores categorizaram investidores institucionais segundo a classificação de Bushee (2001); o autor classifica instituições em três grupos baseados na rotatividade e diversificação do portfólio desses investidores, denominando-os como temporários, dedicados e quase-indexados.

Os achados de Liu e Peng (2008) sinalizaram que investidores institucionais dedicados contribuem para que firmas divulguem lucros de maior qualidade, sugerindo que tal classe de investidores efetivamente monitoram gestores em termos de suas decisões relacionadas à divulgação das demonstrações contábeis. Por outro lado, investidores institucionais transientes contribuem para que lucros divulgados pelas firmas sejam de qualidade inferior.

Ramalingegowda e Yu (2012), por sua vez, investigaram se investidores institucionais, tidos como efetivos monitores, influenciam gestores a reportarem demonstrações financeiras mais conservadoras, considerado amostra de firmas americanas no período 1995-2006. A medida do conservadorismo foi estimada a partir do Modelo Reverso de Lucros e Retornos desenvolvido por Basu (1997).

Já a participação de investidores institucionais foi estimada seguindo três etapas; na primeira etapa, utilizou-se a classificação de Bushee (2001) para identificar instituições com longo horizonte temporal de investimentos e concentração acionária, de forma a identificar instituições que são efetivos monitores. Na segunda etapa, denota-se o percentual de participação acionária mantida pelas categorias de investidores institucionais segundo a

classificação de Bushee (2001). Finalmente, os autores regridem a participação acionária anteriormente relatada em função de uma variedade de características das firmas que explicam aquela participação, de forma a obter uma medida de participação residual de cada categoria de investidor institucional, seguindo Lafond e Roychowdhury (2008).

Os resultados da pesquisa sinalizaram que investidores institucionais que são prováveis monitores de gestores influenciam a decisão desses agentes em ofertar demonstrações financeiras mais conservadoras, portanto, de maior eficiência informacional.

Não foram localizados estudos no Brasil com tal direcionamento, qual seja, examinando a influência de diferentes grupos de investidores institucionais na qualidade dos lucros divulgados por firmas no mercado de capitais brasileiro.

Por todo o exposto até aqui, a influência de investidores institucionais na decisão de gestores em divulgar lucros com maior qualidade informacional se daria em função dos seguintes argumentos:

1. Existência de classe de investidores institucionais que representam com eficiência a categoria de investidores sofisticados, os quais dependeriam de sinais informacionais eficientes dos lucros divulgados por gestores, inclusive para obter lucros econômicos a partir desses sinais;
2. A sofisticação desses investidores os capacita a monitorar gestores de modo a influenciar sua decisão em divulgar lucros com maior qualidade informacional, dada sua demanda efetiva por agregados informacionais eficientes, a qual seria expressa por meio da participação de investidores institucionais no capital e em órgãos diretivos das firmas.

Considerando, portanto, tais argumentos, adotou-se a hipótese de que **a eficiência informacional dos lucros divulgados no mercado de capitais brasileiro por firmas sofre influência marginal e positiva da demanda informacional de investidores institucionais.**

Espera-se, ademais, influência diferenciada segundo a classe de investidor institucional, uma vez que nem todas as classes de investidores institucionais se constituirão em representantes autênticos da classe de investidores sofisticados, apresentando efetiva demanda informacional.

Dentre as principais classes de investidores institucionais, Andrezo e Lima (2012) destacam os seguintes: fundos de investimento, entidades de previdência privada, companhias seguradoras, companhias de capitalização, sociedades de investimento, consórcios e clubes de investimento. Considera-se como classe de investidores institucionais, para efeitos deste estudo,

fundos de pensão e de investimentos, instituições financeiras, firmas seguradoras e sociedades de investimento (ou administradores de carteira).

Bushee (1998) aponta para a existência de classes de investidores institucionais que criam incentivos para gestores divulgarem lucros com qualidade inferior; esses investidores, segundo o autor, seriam aqueles com horizonte temporal de decisão no curto prazo.

O autor argumenta que tais classes de investidores são extremamente sensíveis à informação de lucros correntes, e que eles criam um ambiente orientado ao curto prazo que encoraja gestores a manipularem lucros. Nesse sentido, tal classe de investidores institucionais conduziria, portanto, gestores a divulgarem lucros de qualidade inferior.

A influência de investidores institucionais na qualidade dos lucros divulgados por gestores poderá se dar, portanto, de forma diferenciada e segundo diferentes classes de investidores institucionais; a participação de investidores institucionais sofisticados e efetivos monitores conduzirá gestores a divulgarem lucros de qualidade superior, ao passo que a participação de investidores institucionais com horizonte temporal de decisão no curto prazo conduzirá gestores a divulgarem lucros de qualidade inferior.

Uma vez que a qualidade informacional dos lucros é captada pela presença de dois atributos de eficiência informacional, derivou-se da hipótese os testes operacionais que suportassem as respostas à questão, assim detalhados:

- I. Influência marginal e positiva da demanda informacional de investidores institucionais na medida de persistência dos *accruals*;
- II. Influência marginal e positiva da demanda informacional de investidores institucionais nas medidas de antecipação tempestiva assimétrica de perdas e de conservadorismo condicional.

Na seção seguinte, apresentam-se os procedimentos metodológicos empreendidos nesta pesquisa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa foi desenvolvida por meio de abordagem teórico-empírica, tendo natureza quantitativa, na qual foram utilizados procedimentos bibliográficos e documentais.

A população objeto da pesquisa reuniu sociedades por ação de capital aberto em funcionamento no Brasil e com ações listadas na BM&FBovespa; a investigação compreendeu observações considerando o período de 1998 a 2015. Os dados necessários para o processamento da pesquisa foram coletados na base de dados Economática®, nos Formulários de Referência (FR) e de Informações Anuais (IAN), e nas atas de assembleia geral ordinária e extraordinária (AGO e AGE, respectivamente).

Delineou-se modelo de pesquisa em que a qualidade informacional dos lucros é função da participação de diferentes classes de investidores institucionais nas empresas, de forma a se examinar a influência marginal da demanda por informações eficientes no grau de qualidade adotado pelos gestores na geração e divulgação de relatórios contábeis.

Os investidores institucionais foram observados na condição de acionista da empresa, qualificado como detentor de participação relevante no capital da firma, e/ou como membro em órgãos deliberativos e consultivos da firma; consideraram-se segmentos de tais investidores, classificados como fundos de pensão e investimentos; instituições financeiras; seguradoras e administradores de carteiras.

Já a qualidade informacional dos lucros foi definida pelo modelo de persistência de *accruals* de Dechow e Dichev (2002) modificado por McNichols (2002) e pelo modelo de reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas de Ball e Shivakumar (2005); ambos examinam o tratamento dado ao componente *accruals* e seu impacto na qualidade informacional dos lucros.

A hipótese foi verificada por meio de testes de diferença de média, análise de correlação e por regressões lineares múltiplas. Para estimação dos parâmetros dos modelos regressivos, utilizou-se de estimação por dados em painel e pelo GMM-SYS (*Generalized Method of Moments – System*), de forma a se mitigar problemas de omissão de variáveis, heterogeneidade e endogeneidade, pressupostos que devem ser atendidos para consistente e eficiente análise de regressão.

3.1 Tipologia da pesquisa

A pesquisa apoiou-se em abordagem teórico-empírica. Theóphilo (2004) argumenta que tal método parte de formulação teórica, a qual é confrontada com a realidade objeto de interesse do estudo.

O estudo tem natureza quantitativa, uma vez que se empreende avaliação de relações entre dados, representativos de evidências levantadas, no sentido de organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar as informações coletadas por meio de métodos e técnicas estatísticas (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Utilizaram-se procedimentos bibliográficos e documentais. A pesquisa bibliográfica direciona-se a conhecer, analisar e explicar contribuições sobre determinado assunto ou problema baseando-se em referências publicadas tais como livros, periódicos, revistas, enciclopédias, além de diversas outras referências (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Já a pesquisa documental, refere-se à estratégia de pesquisa característica de investigações que utilizam documentos como fonte de dados, informações e evidências, os quais incluem os materiais compilados pelo próprio autor, que ainda não foram analisados, ou que ainda podem ser reelaborados segundo os propósitos da pesquisa (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

3.2 Coleta de dados e amostra

A população objeto da pesquisa reuniu sociedades por ação de capital aberto em funcionamento no Brasil e com ações listadas na BM&FBovespa; a investigação compreendeu observações considerando o período de 1998 a 2015, referentes a 453 firmas, totalizando 8.154 observações-ano (453 firmas * 18 anos).

A escolha do período de análise, conforme exposto acima, levou em consideração captar possíveis efeitos oriundos do aumento da participação de investidores institucionais na América Latina, principalmente entre os anos de 2002 e 2010, conforme destacado por Portugal (2010). Ademais, estende-se o período de análise coberto pelo estudo de Souza (2016), o qual captou efeitos da participação de investidores institucionais na qualidade informacional dos lucros das firmas no mercado de capitais brasileiro no período 2004-2013.

Para composição da amostra final, excluíram-se observações que não atendem aos requisitos da pesquisa. Para tanto, foram excluídas:

- a) 684 observações-ano de firmas do setor financeiro, cujo tratamento do componente *accruals* difere da prática usual de firmas dos demais setores (PINCUS; RAJGOPAL; VENTACHALAM, 2007);
- b) 4.422 observações-ano referentes a firmas que não apresentaram informações sobre as variáveis da pesquisa, necessárias ao processamento do modelo de persistência de *accruals*, e 2.691 observações-ano, necessárias ao processamento do modelo de reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas, que também não apresentaram informações sobre as variáveis do estudo;
- c) 371 observações-ano de firmas que não apresentaram informações sobre participações das diferentes classes de investidores institucionais.

Tais exclusões resultaram em duas amostras finais distintas relacionadas aos modelos aplicados; uma que totaliza 228 empresas, correspondentes a 2.677 observações-ano referente à estimação da persistência de *accruals* e outra com 361 empresas, contendo 4.408 observações-ano para estimação do conservadorismo condicional.

Para mitigar os possíveis efeitos de observações extremas (*outliers*), utilizou-se do processo de *winsorização*; as variáveis métricas foram *winsorizadas* nos percentis 5 e 95, seguindo Barth, Landsman e Lang (2008) e Liu e Skerrat (2014).

Os dados necessários para o processamento da pesquisa foram coletados: a) na base Economática®: coleta de informações contábeis – capital de giro líquido, fluxo de caixa operacional, receitas operacionais e saldo do ativo imobilizado; b) nos Formulários de Referência (FR) e nas Informações Anuais (IAN), disponíveis nos sites da BM&FBovespa e da CVM (DIVEXT) – acessados pelo software SInC (Sistema de Informações Corporativas): coleta da participação de investidores institucionais no quadro societário das firmas; c) nas atas de assembleias gerais ordinárias e extraordinárias (AGO e AGE, respectivamente), também disponíveis naqueles sites: coleta da participação de investidores institucionais em órgãos diretivos das firmas.

Foram utilizadas, na coleta, informações oriundas das demonstrações contábeis individuais e não consolidadas, seguindo Holanda (2012), uma vez que as informações relativas a estrutura de propriedade, inclusive a participação acionária de investidores institucionais, constantes no site da CVM referem-se a sociedades juridicamente constituídas e não ao grupo econômico.

3.3 Delineamento da pesquisa

A partir do objetivo de investigar evidências relacionadas à influência da demanda por agentes do mercado de capitais por informação útil e eficiente sobre a decisão de gestores das firmas em reportar informações contábeis com atributos de qualidade e eficiência informacional, parte-se do pressuposto de que a participação de investidores institucionais nas firmas pode representar, como *proxy*, as forças de demanda por tal categoria de informação, uma vez que se caracterizam como investidores sofisticados.

Assim, estipulou-se a hipótese de que a decisão de gestores de firmas em divulgar lucros com qualidade informacional superior é afetada pela participação de investidores institucionais na estrutura societária e/ou em órgãos diretivos dessas empresas.

Baseando-se em evidências já relatadas na literatura (LIU; PENG, 2008; MOGHADDAM; AMIRZADEH; HEIDARI, 2013; SOUZA, 2016), as quais sinalizaram para existência de influência da participação de investidores institucionais na qualidade informacional dos lucros, propõe-se modelo de investigação no qual a qualidade informacional dos lucros seria função da participação de diferentes classes de investidores institucionais, conforme destacado a seguir:

$$QIL = f(PSII, PRII, PIIO)$$

Em que:

QIL = Qualidade informacional dos lucros;

PSII = Participação societária das diferentes classes de investidores institucionais;

PRII = Participação societária relevante das diferentes classes de investidores institucionais;

PIIO = Participação das diferentes classes de investidores institucionais em órgãos diretivos da firma;

A participação societária de investidores institucionais (PSII) foi mensurada considerando a simples presença de distintas classes desses investidores na base acionária das firmas. Já as participações relevantes desses investidores (PRII) foi estimada considerando o investidor que detém parcela igual ou superior a 5% de uma mesma classe ou espécie de ação.

Esse marco é sugerido como limite mínimo recomendado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para efeitos de divulgação e de detalhamento de participação individual; tal sugestão presente na Instrução CVM nº 480 de 7 de dezembro de 2009. A participação de investidores institucionais em órgãos diretivos da firma (PIIO), por seu turno, foi mensurada

considerando a presença de diferentes classes de investidores institucionais que possuem representantes eleitos naqueles órgãos.

Em todas essas formulações foram utilizadas variáveis dicotômicas para designar a presença das diferentes classes de investidores institucionais segundo o critério de participação.

Classes de investidores institucionais, nesta pesquisa, compreendem fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras, instituições financeiras e sociedades de investimento (administradores de carteira).

A qualidade informacional dos lucros foi definida por duas formulações, testando a persistência de *accruals* como medida de uso apropriado de reconhecimentos temporais dissociados dos fluxos de caixa, destinado a demonstrar a capacidade de projeção de fluxos futuros de caixa; e avaliando a prática de reconhecimento antecipado assimétrico de perdas econômicas prováveis como medida de conservadorismo condicional, destinado a proteger interesses de *stakeholders*.

Na primeira formulação, investigou-se a influência da participação de classes diferenciadas de investidores institucionais na persistência dos *accruals* reportados por gestores das firmas, em que a persistência de *accruals* é função da participação de investidores institucionais:

Persistência de *accruals* = $f(\text{PII})$

Em que:

PII = conjunto de variáveis representativas das participações societária, relevante e em órgãos diretivos da firma de diferentes classes de investidores institucionais;

A medida de persistência de *accruals* foi obtida para cada empresa por meio do modelo proposto por Dechow e Dichev (2002) modificado por McNichols (2002), expresso pelo seguinte modelo de regressão:

$$\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 * FC_{t-1} + \beta_2 * FC_t + \beta_3 * FC_{t+1} + \beta_4 * \Delta REC_t + \beta_5 * AI_t + \beta_6 * IFRS + v_{it} \quad (7)$$

Em que:

ΔCG_t = variação no capital de giro líquido para o período t , que expressa *accruals* correntes, escalada pelo ativo total de $t-1$;

FC_{t-1} = fluxo de caixa operacional do período $t-1$, escalado pelo ativo total de $t-1$;

FC_t = fluxo de caixa operacional do período t , escalado pelo ativo total de $t-1$;

FC_{t+1} = fluxo de caixa operacional do período $t+1$, escalado pelo ativo total de $t-1$;

ΔREC_t = variação das receitas operacionais do período t , escalada pelo ativo total de $t-1$;

AI_t = saldo do ativo imobilizado do período t , escalado pelo ativo total de $t-1$;

$IFRS$ = *dummy* representativa da convergência ao padrão IFRS; assume 1 se t maior que 2009, e 0 em caso contrário;

v_t = termo de erro que capta os resíduos da regressão.

A variação do capital de giro foi mensurada conforme a equação (8):

$$\Delta CG_t = [(\Delta AC_t - \Delta AF_t) - (\Delta PC_t - \Delta PF_t)] / AT_{t-1} \quad (8)$$

Em que:

ΔCG = variação no capital de giro líquido do período;

$(\Delta AC - \Delta AF)$ = incremento dos Ativos Circulantes Operacionais no período;

$(\Delta PC - \Delta PF)$ = incremento nos Passivos Circulantes Operacionais no período;

AT = Ativo Total.

Os fluxos de caixa operacional, por sua vez, podem ser obtidos diretamente das demonstrações de fluxos de caixa das empresas. Contudo, dada a não obrigatoriedade de publicação da Demonstração do Fluxo de Caixa por empresas brasileiras durante vários anos, fato que dificulta a coleta de valores diretamente dessa demonstração, o fluxo de caixa operacional, nesta pesquisa, foi mensurado pela diferença entre o lucro operacional do período e *accruals* correntes do período (ΔCG_t) estimados conforme a equação (8); o lucro operacional foi mensurado pela diferença entre o LAJIR (Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda) e os impostos sobre o lucro (imposto de renda e contribuição social sobre o lucro).

No processamento da regressão (3), incluiu-se *dummy* que segmenta os períodos anteriores e posteriores à convergência ao padrão IFRS, de forma a se controlar possíveis efeitos advindos da mudança de padrão contábil.

A esse respeito, Ahmed, Neel e Wang (2013), investigando amostra de firmas para conjunto de vinte países, sinalizaram que a qualidade informacional da contabilidade decresceu após a adoção obrigatória do padrão IFRS por parte das firmas; especificamente para *accruals*, apontaram para reporte mais agressivo deste componente do lucro divulgado.

Determinado o termo de erro contido na regressão (7), estima-se o desvio-padrão na dimensão temporal destes termos para cada empresa, sendo esta a medida para a persistência de *accruals* referente a cada firma; tal formulação se expressa na relação (9):

$$\text{Persistência de } accruals = \sigma(v_t)i \quad (9)$$

Em que:

$\sigma(v_t)_i$ = desvio padrão dos resíduos em t da empresa i .

Na hipótese de persistência de *accruals* das empresas, espera-se que a qualidade dos *accruals* seja decrescente na magnitude do desvio padrão dos resíduos, em que maior desvio padrão denota *accruals* menos persistentes; *accruals* menos persistentes denotam lucros de baixa qualidade informacional, dado que Dechow e Dichev (2002) apresentam a qualidade informacional dos lucros como função da persistência de *accruals*.

É esperado que a demanda informacional de investidores institucionais influencie a decisão de gestores em divulgar *accruals* mais persistentes, expressos pela menor magnitude da medida obtida da equação (9).

A investigação foi processada por meio de testes de igualdade de média para a medida de persistência de *accruals* entre diversos estratos de firmas em carteiras formadas segundo o grau de participação dos diferentes grupos de investidores institucionais e seu tempo de permanência como participante da firma; também, por meio da análise de correlação, se examinou o grau de associação, a nível de firma, entre a medida de persistência de *accruals* e indicador da extensão da participação de cada uma das diferentes classes de investidores institucionais no relacionamento com as firmas.

Para o primeiro teste, foram construídas carteiras de firmas considerando cada uma das formulações captadoras da participação dos distintos grupos de investidores institucionais e a persistência temporal dessa participação; tal construção totalizou nove carteiras de firmas para a classe total de investidores institucionais e cada um dos diferentes grupos de investidores, detalhadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Carteiras de firmas segundo a participação de investidores institucionais

| Carteira | Descrição |
|-----------------|--|
| 1 | Participação acionária relevante e participação em órgãos em todos os anos |
| 2 | Participação acionária relevante e participação em órgãos em alguns anos |
| 3 | Participação acionária relevante em todos os anos |
| 4 | Participação acionária relevante em alguns anos |
| 5 | Participação em órgãos em todos os anos |

Continua

Conclusão do Quadro 1

| | |
|---|---|
| 6 | Participação em órgãos em alguns anos |
| 7 | Participação acionária em todos os anos |
| 8 | Participação acionária em alguns anos |
| 9 | Sem participação de investidores institucionais |

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Os testes de igualdade de média foram processados entre a carteira 9 e cada uma das demais carteiras com participação de investidores institucionais (estratos 1 a 8). Ressalte-se que os referidos testes buscam captar, além dos efeitos advindos das formulações de participação de investidores institucionais nas firmas, efeitos oriundos da temporalidade de tal participação; a maior persistência temporal de participação denota maior possibilidade de instituições incorrerem em custos para monitorar gestores, no sentido de influenciá-los a divulgarem informações de maior qualidade informacional (BUSHEE, 1998).

Já para o segundo teste, com análise de correlação, foram construídos índices (notas) para cada firma, considerando a presença em cada firma dos investidores institucionais somando os dois tipos de maior envolvimento com as firmas para cada ano da amostra, conforme se expressa na equação (10):

$$IP_{ij} = \sum_{t=1}^{18} PII_t \quad (10)$$

Em que:

IP_{ij} = índice que capta a extensão da participação das diferentes classes de investidores institucionais para cada firma da amostra;

PII = participação por ano de investidor institucional em cada firma.

Serão consideradas as firmas para cada grupo de classes de investidores institucionais. Para cada firma, o índice de participação terá como limite inferior 0 e limite superior 36, que resultam do somatório das formulações de participações de maior envolvimento (acionária relevante e em órgãos diretivos) em cada ano da pesquisa (18 períodos).

Os testes levaram em consideração a amostra total de firmas, considerando-se com nota zero aquelas que tenham apenas participação acionária simples e não relevante e as que não possuem acionistas institucionais durante todo o período; com notas maiores que zero as firmas que tenham participação relevante e/participação em órgãos diretivos.

Maiores índices de participação denotam maior possibilidade de pressão por eficiência informacional; espera-se que maior demanda por parte desses investidores influencie gestores de firmas a divulgar *accruals* mais persistentes, portanto lucros de maior qualidade, o que seria expresso por coeficiente de correlação negativo entre a medida de persistência de *accruals* e os índices de participação em cada firma.

Já na segunda formulação de detecção de qualidade dos lucros, examina-se, por meio de modelo disposto em Ball e Shivakumar (2005), se participação de investidores institucionais afeta o grau de conservadorismo condicional adotado pelas firmas, por meio do reconhecimento tempestivo antecipado de perdas econômicas, consoante regressão (11):

$$\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 DFC_t + \beta_2 FC_t + \beta_3 DFC_t * FC_t + \beta_4 PII_t + \beta_5 PII_t * DFC_t + \beta_6 PII_t * FC_t + \beta_7 PII_t * DFC_t * FC_t + \beta_8 IFRS + \varepsilon_t \quad (11)$$

Em que:

ΔCG_t = variação no capital de giro líquido para o período t , que expressa *accruals* correntes, escalada pelo ativo total de $t-1$, mensurada conforme equação (8);

DFC_t = *dummy* assumindo 1 para fluxos de caixas operacionais negativos e 0 em caso contrário;

FC_t = fluxo de caixa operacional no período t , deflacionado pelo ativo total de $t-1$;

$DFC_t * FC_t$ = variável de interação para valores negativos de FC;

PII = variável binária para cada uma das diferentes participações (acionária, relevante e em órgão diretivos) e para cada classe de investidores institucionais; 1 para presença e 0, caso contrário;

$PII_t * DFC_t$ = *dummy* captadora de impacto no intercepto do modelo;

$PII_t * FC_t$ = interação para FC positivo na presença de investidores institucionais;

$PII_t * DFC_t * FC_t$ = interação para FC negativo na presença de investidores institucionais;

$IFRS$ = *dummy* representativa da convergência ao padrão IFRS, que assume 1 se t maior que 2009, e 0 em caso contrário;

ε_t = termo de erro do modelo.

Espera-se que o coeficiente incremental – β_7 – para impacto diferenciado da presença de investidores institucionais em firmas com fluxo de caixa negativo seja positivo e maior que o coeficiente que indica antecipação assimétrica de perdas – β_3 – o que sinalizaria superior reconhecimento tempestivo de perdas em relação às firmas com fluxo de caixa negativo que

não contam com a presença de investidores institucionais; de forma a se captar a presença de maior nível de conservadorismo condicional nestas empresas, espera-se que $(\beta_2 + \beta_3 + \beta_6 + \beta_7) > (\beta_2 + \beta_3)$, o que revelaria impacto marginal da presença de investidores institucionais na prática de conservadorismo condicional.

De forma a se controlar possíveis efeitos advindos da mudança de padrão contábil, de maneira similar ao aplicado no Modelo de Persistência dos *Accruals*, incluiu-se variável *dummy* representativa do período de convergência ao padrão IFRS.

3.4 Procedimentos econométricos

A distribuição e o comportamento das variáveis foram avaliados de forma univariada, segundo a amostra total e pelos grupos de segmentação aplicados por meio de medidas estatísticas descritivas, inclusive, efetuando-se testes paramétricos e não paramétricos de diferença de médias, em função de características diferenciadoras entre os grupos de investidores institucionais.

Com análise de correlação, buscou-se investigar existência e sentido das associações entre participação na firma e grau de persistência dos *accruals*.

De forma a se examinar a existência de relação entre as variáveis dependentes e as variáveis explicativas consideradas nos modelos, utilizou-se de estimação por meio de análise por Regressão Linear Múltipla. A estimação dos parâmetros dos modelos regressivos se deu por meio de dados em painel (mínimos quadrados com dados empilhados, estimador de efeitos fixos e estimador de efeitos aleatórios) e pelo método *System Generalized Method of Moments* (GMM-SYS).

O GMM-SYS, bem como os estimadores de efeitos fixos e de efeitos aleatórios são métodos eficientes de estimação na presença de problemas de estimação associados a heterogeneidade não observada das unidades de estudo (BARROS *et al.*, 2010), o que não se aplica ao método de mínimos quadrados com dados empilhados. Adicionalmente, a estimação por GMM-SYS se apresenta mais eficiente em relação aos métodos anteriores quando da existência de problemas de endogeneidade.

A estimação de modelos regressivos demanda observância de pressupostos que, se não atendidos, podem produzir parâmetros viesados e, portanto, impactar nas inferências a serem realizadas; Fávero *et al.* (2009) destacam os seguintes pressupostos: relação linear entre a

variável dependente e as explicativas; normalidade e homocedasticidade dos resíduos; ausência de autocorrelação dos resíduos; ausência de correlação entre as variáveis explicativas e os resíduos (exogeneidade dos regressores); e ausência de colinearidade entre as variáveis explicativas.

A avaliação de tais pressupostos realizou-se por meio de uma série de procedimentos, a saber: análise de gráficos (linearidade), teste de Shapiro-Francia (normalidade dos resíduos), testes de Arellano e Bond (autocorrelação dos resíduos), correção da heterocedasticidade dos resíduos segundo a modelagem proposta por Windmaijer (2005), estimação com utilização do *System Generalized Method of Moments* (GMM-SYS) (exogeneidade dos regressores e multicolinearidade dos regressores).

O método de estimação por efeitos fixos se mostrou superior ao método dos mínimos quadrados com dados empilhados e ao método por efeitos aleatórios segundo os testes F de Chow e Hausman (não reportados), os quais se apresentaram significantes. Contudo, a partir do teste Durbin-Wu-Hausman, constataram-se indícios de endogeneidade tanto no Modelo de Persistência dos *Accruals* quanto no Modelo de Conservadorismo Condicional.

Também foi constatado problema de correlação serial de segunda ordem para o Modelo de Persistência dos *Accruals* e de primeira ordem para o Modelo de Conservadorismo Condicional, o que contraria o pressuposto de exogeneidade estrita dos regressores requerido pelo método de estimação por efeitos fixos (BARROS *et al.*, 2010); na presença de tal problema, o estimador de efeitos fixos produz parâmetros viesados.

Dessa forma, a estimação dos parâmetros das regressões se deu por meio do método GMM-Sys, o qual proporciona maior eficiência, dada sua robustez de estimação na presença de endogeneidade e de autocorrelação serial a partir da utilização de variáveis instrumentais sequencialmente exógenas (BARROS *et al.*, 2010).

A estimação foi executada em duas etapas (*two step*) e com correção de variância para amostras finitas, proposto por Windmaijer (2005), procedimento indicado para correção da heterocedasticidade dos resíduos da regressão. Utilizou-se, ainda, a transformação de desvios ortogonais de forma a maximizar o tamanho da amostra em painéis desbalanceados, conforme sugerido por Roodman (2009).

Os procedimentos econométricos foram processados no *software* STATA/SE versão 12.

4 RESULTADOS

Examinou-se a distribuição e o comportamento das variáveis segundo diferentes estratos de firmas e considerando as diferentes formulações da participação de investidores institucionais por meio de medidas estatísticas descritivas, de forma a se captar características diferenciadoras dos grupos de investidores institucionais.

A influência de investidores institucionais na persistência dos *accruals* foi avaliada por meio de teste não-paramétrico U de Mann-Whitney para igualdade de média entre estratos (carteiras) de firmas com participação de investidores institucionais e empresas que não contam com tal participação, bem como por meio da estimação de coeficiente de correlação de Pearson e Spearman entre índice de persistência dos *accruals* e indicadores que captam a extensão da participação dos diferentes grupos de investidores institucionais nas firmas.

Os efeitos da participação de diferentes grupos de investidores institucionais na prática de conservadorismo condicional foram examinados por meio da estimação de regressões que confrontam *accruals* com fluxos de caixas operacionais contemporâneos e variáveis representativas da participação das diferentes classes de investidores institucionais.

4.1 Análise descritiva da amostra e variáveis

Na Tabela 1, apresenta-se frequência de firmas com participação de investidores institucionais em quadros acionários e em órgãos diretivos, onde se destaca o significativo índice de sua presença na vida das empresas do mercado de capitais do Brasil; estes investidores estão presentes em cerca de 71% das firmas da amostra; já a participação acionária relevante destes investidores alcança 36% dessas empresas.

Tabela 1 – Frequência de Investidores Institucionais

| Tipo de Participação | Amostra |
|-----------------------------|----------|
| Acionária | 70,7% |
| Acionária Relevante | 35,8% |
| a. Fundos de Pensão | 12,0% |
| b. Fundos de Investimento | 16,6% |
| c. Instituições Financeiras | 14,2% |
| | Continua |

Conclusão da Tabela 1

| Tipo de Participação | Amostra |
|--------------------------------|----------------|
| d. Firmas Seguradoras | 2,5% |
| e. Administradores de Carteira | 16,1% |
| Em órgãos diretivos | 9,5% |
| a. Fundos de Pensão | 4,8% |
| b. Fundos de Investimento | 5,3% |
| c. Instituições Financeiras | 2,1% |
| d. Firmas Seguradoras | 0,1% |
| e. Administradores de Carteira | 1,4% |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Contudo, o comparecimento dos representantes desses fundos em órgãos diretivos das empresas apenas alcança 10% delas. Ressalta a proeminência destes recursos administrados na composição do financiamento das empresas e aponta para baixa preocupação com a gestão de tais participações, mercê da baixa relação representação/capital relevante.

Em relação aos diferentes grupos de investidores institucionais, sobressaem Fundos de Investimento e Instituições Financeiras com maior participação em firmas tanto considerando participação acionária relevante quanto presença em órgãos diretivos; provavelmente influencia tal situação, considerando-se a captação de clientes e a forte negociação de seus títulos, em função da movimentação de cotas dos fundos; como os mesmos são administrados por instituições financeiras, os interesses confluem para o comportamento identificado.

Fundos de Pensão tanto mantêm participação relevante quanto na gestão de empresas, neste caso, dado o caráter de longo prazo de seu relacionamento com o mercado de capitais. Administradores de Carteiras representam o segundo grupo de maior participação acionária relevante, o que não é refletido na relação com as firmas, possivelmente dado seu caráter mais especulativo.

Pelo exposto, afora Seguradoras, as demais classes de investidores institucionais teriam maiores incentivos para monitorar gestores, no sentido de fornecimento de demonstrações financeiras úteis e relevantes.

Na Tabela 2 se descrevem os atributos para o estudo; nota-se que variação do capital de giro líquido (ΔCGL) – *proxy* para *accruals* correntes – é diferenciada entre firmas com participação acionária relevante de investidores institucionais e o grupo sem participação de

investidores institucionais estatisticamente significantes ao nível de 6%; salienta-se a elevada variabilidade deste atributo, tendo em vista o coeficiente de variação da relação.

Tabela 2 – Descrição das amostras e variáveis

| Grupos | N | Variáveis* | | | | | | | | |
|----------------------------------|-----|------------|-------|------|------|----------|------|-------------|------|------|
| | | ΔCGL | | FCO | | ΔReceita | | Imobilizado | | |
| | | μ | σ | μ | σ | μ | σ | μ | σ | |
| Participação acionária relevante | Não | 2.829 | -0,00 | 0,09 | 0,04 | 0,16 | 0,04 | 0,11 | 0,25 | 0,27 |
| | Sim | 1.579 | 0,00 | 0,08 | 0,04 | 0,16 | 0,05 | 0,11 | 0,18 | 0,23 |
| Mann-Whitney (<i>p-value</i>) | | | 0,06 | | 0,36 | | 0,09 | | 0,00 | |
| Participação em órgãos diretivos | Não | 4.001 | 0,00 | 0,09 | 0,04 | 0,16 | 0,05 | 0,11 | 0,23 | 0,26 |
| | Sim | 407 | 0,00 | 0,07 | 0,08 | 0,13 | 0,04 | 0,11 | 0,21 | 0,24 |
| Mann-Whitney (<i>p-value</i>) | | | 0,99 | | 0,00 | | 0,98 | | 0,03 | |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Observações-ano: 4.408.

* Escaladas pelo ativo total do ano anterior.

Por outro lado, não se identificam diferenças entre as distribuições desta variável em torno do evento participação em órgãos diretivos (sem significância estatística), embora se mantenha o mesmo padrão de variabilidade em relação à análise de variabilidade anterior.

Quanto ao fluxo de caixa operacional (FCO), não se percebem diferenças em relação à participação acionária, mantendo-se, todavia, o padrão acima de alta variabilidade entre firmas na amostra total, sendo diferenciado o comportamento quando se isolam as firmas com presença de investidores institucionais em órgãos diretivos, de forma significativa, com menor variabilidade para os dados referentes a firmas com presença de investidores neste quesito.

A variação de receitas (ΔReceita), por sua vez, é diferenciada entre firmas com participação acionária relevante de investidores institucionais e o grupo sem participação de investidores institucionais estatisticamente significativa ao nível de 9%. Contudo, não se captou diferenças entre as distribuições desta variável em torno do evento participação em órgãos diretivos (sem significância estatística). Destaque-se que o coeficiente de variação desta variável apresenta-se bastante reduzido em relação às demais variáveis já analisadas.

O nível de ativo imobilizado se mostra significativamente diferente em amostras com a participação de investidores institucionais (nas duas dimensões analisadas); os achados sinalizam que investidores institucionais investem em firmas com menores níveis de ativo imobilizado, identificando-se que as firmas parecem mais homogêneas em relação a este atributo, por conta da baixa variabilidade.

Em síntese, a análise univariada fornece indícios de que *accruals* possam estar associados com o evento participação acionária relevante de investidores institucionais na análise multivariada, o que não ocorreria com a participação de investidores institucionais em órgãos diretivos das firmas. A análise univariada também conduz a que as amostras podem conter diferenças nas estimações quanto à qualidade informacional, dada a heterogeneidade de cada uma das variáveis tratadas; os resultados dos testes acerca destas influências são reportados em seguida.

4.2 Persistência dos *Accruals*

Nesta seção são condensados os resultados para avaliação da influência de diferentes classes de investidores institucionais na decisão de gestores em divulgarem *accruals* de maior persistência e, portanto, lucros de maior qualidade informacional. Antes de empreender os testes para tal avaliação, faz-se necessária a estimação da medida de persistência dos *accruals*, mensurada segundo o Modelo (7), exposta na Tabela 3.

Tabela 3 – Estimação do modelo de persistência de *accruals*

| Variáveis | Coefficientes |
|------------------------|---------------|
| ΔCG_{t-2} | -0,03 |
| FC | -0,52*** |
| FC_{t-1} | 0,15*** |
| FC_{t+1} | 0,12* |
| ΔREC | 0,26*** |
| AI | -0,08*** |
| IFRS | -0,01 |
| Intercepto | 0,03*** |
| Número de instrumentos | 92 |
| Estat. Wald | 432,03*** |
| AR(1) | -4,98*** |
| AR(2) | 0,99 |
| Hansen Test | 96,53 |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Modelo: $\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 FC_{t-1} + \beta_2 FC_t + \beta_3 FC_{t+1} + \beta_4 \Delta REC_t + \beta_5 AI_t + \beta_6 IFRS + v_{it}$.

Definição das variáveis: ΔCG_t = variação no capital de giro líquido para o período t ; FC_{t-1} = fluxo de caixa operacional do período $t-1$; FC_t = fluxo de caixa operacional do período t ; FC_{t+1} = fluxo de caixa operacional do período $t+1$; ΔREC_t = variação das receitas operacionais do período t ; AI_t = ativo imobilizado bruto do período t ; $IFRS$ = variável *dummy* representativa da adoção do padrão IFRS, que assume 1 se t maior que 2009 e 0, caso

contrário; v_t = termo de erro com resíduos da regressão; variáveis métricas escaladas pelo ativo total de $t-1$.

Processado por *System Generalized Method of Moments* (GMM-Sys).

Observações-ano: 2.094.

Significância estatística ao nível de 1% *** e 10% *.

Na estimação da regressão, foram consideradas endógenas todas as variáveis independentes, utilizando-se a segunda defasagem dessas variáveis como instrumento. A *dummy* representativa da convergência ao IFRS, por sua vez, foi tratada como exógena.

Os pressupostos econométricos foram atendidos quanto à autocorrelação dos resíduos, com AR(2) não significativa; quanto à heterocedasticidade – tratada pela correção de Windmaijer (2005) – e quanto à multicolinearidade, ausente segundo testes apropriados (não reportados). Os resíduos não apresentaram distribuição normal, condição que não é crítica, pois relaxada em função do tamanho da amostra; conforme Gujarati e Porter (2011), estimadores têm distribuição assintótica normal à medida que a amostra aumenta seu tamanho (GUJARATI; PORTER, 2011). O *Hansen Test*, que se apresentou não significativa, permite afirmar que os instrumentos utilizados na estimação são de fato exógenos, confirmando a eficiência de estimação por meio do GMM-Sys.

Conforme se observa na Tabela 3, com exceção das variáveis representativas da segunda defasagem dos *accruals* e do período de adoção do padrão IFRS, todas as demais mostraram-se significantes. Os resultados apresentados para as variáveis representativas dos fluxos de caixa operacionais (FC_{t-1} , FC_t e FC_{t+1}) são consistentes aos já reportados por Dechow e Dichev (2002) e por McNichols (2002). Já os parâmetros estimados para as variáveis Variação das Receitas (ΔREC) e Imobilizado (AI) também estão alinhados aos achados reportados por McNichols (2002).

Por fim, o coeficiente não significativo para o corte referente à convergência ao IFRS sinaliza não haver impacto marginal de tal mudança na persistência de *accruals*, o que implica em baixa significância no reconhecimento de que o padrão contábil não alterou formalmente o encadeamento de *accruals* e fluxos de caixa.

Na Tabela 4, apresentam-se os resultados dos testes que examinam se a persistência de *accruals*, expressa pelo desvio padrão dos resíduos do modelo regressivo acima, conforme equação (9), proporciona comportamento diferenciado entre grupos de firmas em que há participação de investidores institucionais e o grupo de empresas sem sua presença.

Tabela 4 – Persistência de *accruals* e participação de Investidores Institucionais

| Painel A: Média do Desvio padrão dos resíduos | | | | | | |
|--|------------------------------------|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------|--------------------|--------------------------|
| Carteira | Investidores Institucionais | Fundos de Pensão | Fundos de Investimentos | Instituições Financeiras | Seguradoras | Adm. de Carteiras |
| 1 | 0,06 | 0,06 | - | - | - | - |
| 2 | 0,05 | 0,05 | 0,04 | 0,04 | - | 0,04 |
| 3 | 0,04 | 0,05 | 0,05 | 0,04 | - | 0,03 |
| 4 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 | 0,04 |
| 5 | 0,06 | 0,06 | - | - | - | - |
| 6 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,05 | 0,04 |
| 7 | 0,04 | - | - | - | - | - |
| 8 | 0,06 | - | - | - | - | - |
| 9 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |

| Painel B: Teste Mann-Whitney entre Carteiras (diferenças entre médias) | | | | | | |
|---|------------------------------------|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------|--------------------|--------------------------|
| | Investidores Institucionais | Fundos de Pensão | Fundos de Investimentos | Instituições Financeiras | Seguradoras | Adm. de Carteiras |
| (9-1) | 0,00 | -0,01 | - | - | - | - |
| (9-2) | 0,02 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | - | 0,02 |
| (9-3) | 0,02* | 0,01 | 0,00 | 0,01 | - | 0,03** |
| (9-4) | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,01 | -0,01 | 0,01** |
| (9-5) | 0,00 | -0,01 | - | - | - | - |
| (9-6) | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,02* |
| (9-7) | 0,02 | - | - | - | - | - |
| (9-8) | 0,01 | - | - | - | - | - |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Definição das carteiras de firmas: 1 = Participação acionária relevante e participação em órgãos em todos os anos; 2 = Participação acionária relevante e participação em órgãos em alguns anos; 3 = Participação acionária relevante em todos os anos; 4 = Participação acionária relevante em alguns anos; 5 = Participação em órgãos em todos os anos; 6 = Participação em órgãos em alguns anos; 7 = Participação acionária em todos os anos; 8 = Participação acionária em alguns anos; 9 = Sem participação de investidores institucionais.

N = 228 firmas.

"-" Sem informação sobre média de desvios padrões, não sendo possível o teste.

Significância estatística ao nível de 5% ** e 10% *.

No painel A se evidencia a distribuição da média temporal do desvio padrão dos resíduos em diferentes estratos de firmas (carteiras) formados a partir de formulações que captam a participação dos investidores em causa nas firmas e pela persistência temporal dessa participação.

No painel B, mostram-se as diferenças das médias do desvio padrão dos resíduos entre a carteira de firmas que não contam com qualquer participação de investidores institucionais (9) e as demais carteiras que contam com tal participação em diferente intensidade e formulação (1 a 8), aplicando-se teste para igualdade de médias.

A medida de persistência dos *accruals* apresenta distribuição estatisticamente diferenciada para a carteira 3, que congrega firmas com participação acionária relevante de investidores institucionais em todos os anos da pesquisa, quando comparada ao estrato 9, sem tal participação; a diferença positiva indica que firmas da carteira 3 exibem menor desvio padrão dos resíduos, o que sugere que a participação acionária relevante e permanente de investidores institucionais contribui para que gestores das firmas forneçam *accruals* de maior persistência.

Esta constatação, em linha com Velury e Jenkins (2006) e Hashim e Devi (2012), não corrobora, contudo, os achados sinalizados por Souza (2016) reportando investidores institucionais, no Brasil, associados à menor persistência de *accruals*, indicando, portanto, menor eficiência informacional das firmas com tal atributo acionário.

Sobre as evidências contrárias aos achados reportados por Souza (2016), convém se destacar que os testes aplicados pelo referido autor se diferenciam dos testes aplicados nesta pesquisa, fato que limita o confronto direto entre os achados desta pesquisa e os reportados por Souza (2016); o autor também apresenta uma análise entre carteiras de firmas e a medida de persistência de *accruals* nessas carteiras, contudo tais carteiras são formadas a partir de quantis da participação acionária de investidores institucionais, bem como os testes de média são feitos entre a carteira com maior participação acionária de investidores institucionais e aquela carteira com menor participação daqueles investidores, técnicas que diferem das empreendidas nesta pesquisa.

Fato digno de nota refere-se à não significância para diferenças entre as carteiras 1 e 2 e as demais firmas, as quais representam estratos de firmas com maior intensidade de participação de investidores institucionais, do ponto de vista institucional (presença em órgãos diretivos), ressalte-se, ainda, que o atributo diferenciador parece ter sido a participação duradoura desses investidores em todos os anos pesquisados, o que sugere que a maior persistência temporal de investidores institucionais como *stakeholders* das firmas parece contribuir para que gestores ofertem informações contábeis com atributos de eficiência informacional.

A classe específica de investidores institucionais em que a medida de persistência dos *accruals* mostrou-se diferenciada estatisticamente foi a de Administradores de Carteiras; as diferenças positivas e significantes entre a média da carteira 9 e as médias das carteiras 3, 4 e 6 indicam que, esses últimos estratos de firmas, apresentam menor desvio padrão dos resíduos.

Os achados fornecem indícios de que a participação de Administradores de Carteiras, tanto acionária relevante no capital quanto pela presença em órgãos diretivos das firmas e de forma continuada temporalmente diferenciam a persistência dos *accruals*, apontando para demonstrações contábeis com maior eficiência informacional, expressa por menor dispersão dos resíduos do modelo regressivo de persistência dos *accruals*.

Examinando-se a associação entre a medida de persistência dos *accruals* e os índices de participação de investidores institucionais, apuraram-se coeficientes de correlação de Pearson e de Spearman, cujos resultados são apresentados na Tabela 5.

Na hipótese de que maiores índices de participação de investidores institucionais contribuirão para que gestores das firmas forneçam *accruals* de maior persistência, expressa pelo menor desvio padrão dos resíduos, é esperado que os coeficientes de correlação entre a medida de persistência e os índices de participação daqueles investidores apresentem sinal negativo e significativo.

Tabela 5 – Persistência de *accruals* e participação relevante e em órgãos diretivos

| Tipo de participação nas Firmas | Coefficiente Pearson | Coefficiente Spearman |
|--|-----------------------------|------------------------------|
| Investidores Institucionais | -0,11* | -0,09 |
| Fundos de Pensão | -0,05 | -0,09 |
| Fundos de Investimentos | -0,02 | -0,02 |
| Instituições Financeiras | -0,12* | -0,08 |
| Firmas Seguradoras | 0,14** | 0,09 |
| Administradores de Carteiras | -0,19*** | -0,16** |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

N = 228 firmas.

Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *.

Os achados reportados na Tabela 5 apontam que a correlação esperada, considerando-se o conjunto dos investidores, se confirma como negativa e significativa; tal situação se repete focando-se nos grupos de Instituições Financeiras e de Administradores de Carteira.

Dito de outro, mostram-se evidências de que a maior participação na firma e sua permanência como *stakeholder* associa-se àquelas que divulgam *accruals* com maior persistência, indicando maior eficiência informacional das demonstrações contábeis, expressa por menor desvio padrão de resíduos na regressão de *accruals* e fluxos de caixa.

Tal resultado, em linha com Hashim e Devi (2012), o quais sinalizaram que a maior participação de investidores institucionais - como classe total - contribui para que as firmas

divulgassem *accruals* com maior persistência, mas contrários aos reportados por Souza (2016), o qual sinalizou que a maior participação de investidores institucionais – tomados indiscriminadamente – contribui para que firmas divulguem *accruals* de menor persistência.

Novamente, convém destacar a limitação no confronto direto entre os achados deste estudo e as evidências apresentadas por Souza (2016), dado que os testes aplicados se diferenciam; o autor apresenta coeficientes de correlação entre a participação acionária de investidores institucionais e a medida de persistência de *accruals*, ao passo que, nesta pesquisa, são evidenciados coeficientes de correlação entre índices (ou notas) de participação de investidores institucionais e a medida de persistência de *accruals*.

De outra parte, a presença de Firms Seguradoras mostra sentido contrário ao esperado, ficando os demais em posição de independência entre os atributos testados, conforme a Tabela 5. Possível explicação, não testada, para associação entre Firms Seguradoras e firmas que divulgam *accruals* de menor persistência residiria na tentativa dessa classe de investidores em obter lucros econômicos manuseando situação de anomalia de *accruals*, uma vez que sinais informacionais de baixa qualidade informacional podem possibilitar a obtenção de tal vantagem (BRAV; HEATON, 2002).

Em resumo, os achados fornecem indícios de comportamento semelhante entre a presença de investidores institucionais como *stakeholders* das firmas e, mesmo, de impacto marginal desta situação na maior persistência de *accruals*; tal efeito, de outra parte, é diferenciado entre as classes de investidores institucionais e segundo o tipo de sua participação nas firmas. Também se evidenciaram incentivos para que gestores reportassem lucros com menor persistência dos *accruals*, situação já destacada em Bushee (1998).

4.3 Conservadorismo Condicional

A avaliação da influência de diferentes classes de investidores institucionais na prática do Conservadorismo Condicional por parte dos gestores das firmas se deu pela aplicação do Modelo (11), o qual confronta *accruals* e fluxos de caixa operacional correntes examinando interações entre fluxos positivos e negativos e efeitos específicos das participações daqueles investidores.

Na estimação das regressões, foram consideradas endógenas as variáveis representativas dos *accruals* correntes (ΔCG) e do fluxo de caixa operacional (FC), utilizando-se a segunda

defasagem dessas variáveis como instrumento. As *dummies* representativas da existência de fluxo de caixa negativo (DFC), participação acionária de investidores institucionais (PAII), participação acionária relevante desses investidores (PRII), participação de investidores institucionais em órgãos diretivos das firmas (PIIO), participação acionária relevante concomitante a participação em órgãos diretivos (PRII*PIIO) e do período de adoção do IFRS (IFRS) foram tratadas como exógenas, assim como as variáveis de interação entre estas e o fluxo de caixa (FC).

Os pressupostos econométricos foram atendidos quanto à autocorrelação dos resíduos, AR(2) não significativa; a heterocedasticidade foi tratada pela correção de Windmajer (2005); e quanto a multicolinearidade, tal problema se mostrou ausente segundo os testes (não reportados). Os resíduos não apresentaram distribuição normal, condição que não é crítica, pois relaxada em função do tamanho da amostra. O *Hansen Test*, por sua vez, que se mostrou não significativa, permite afirmar que os instrumentos utilizados na estimação são de fato exógenos, confirmando a eficiência de estimação por meio do GMM-Sys.

Na Tabela 6 se apresentam os efeitos na prática de antecipação tempestiva assimétrica de perdas e de conservadorismo condicional da presença (total e relevante) de investidores institucionais na base acionária das firmas e de sua participação em órgãos diretivos das empresas.

Tabela 6 – Conservadorismo condicional - Investidores Institucionais

| Coeficientes | Participação de Investidores Institucionais | | | |
|-------------------|---|---------------------|-----------|---------------------------------|
| | Acionária | Acionária Relevante | Em órgãos | Acionária relevante e em órgãos |
| ΔCG_{t-2} | 0,00 | 0,01 | 0,02 | 0,02 |
| (β_1) | 0,15*** | 0,1*** | 0,07*** | 0,07*** |
| (β_2) | 1,06** | 0,51*** | 0,30*** | 0,29*** |
| (β_3) | -1,21*** | -0,70*** | -0,46*** | -0,44*** |
| (β_4) | 0,16*** | 0,11*** | 0,07*** | 0,07*** |
| (β_5) | -0,14*** | -0,09*** | -0,06*** | -0,06*** |
| (β_6) | -1,42*** | -0,87*** | -0,59*** | -0,59*** |
| (β_7) | 1,47*** | 1,01*** | 0,60*** | 0,37 |
| IFRS | -0,02*** | -0,01*** | -0,01*** | -0,01*** |
| INTERCEPTO | -0,12*** | -0,07*** | -0,04*** | -0,04*** |

Continua

Conclusão da Tabela 6

| Coeficientes | Participação de Investidores Institucionais | | | |
|---|---|---------------------|-----------|---------------------------------|
| | Acionária | Acionária Relevante | Em órgãos | Acionária relevante e em órgãos |
| $\beta_2 + \beta_3$ | -0,15 | -0,19 | -0,15 | -0,16 |
| $\beta_2 + \beta_3 + \beta_6 + \beta_7$ | -0,10 | -0,06 | -0,14 | -0,37 |
| Estat. Wald | 259,41*** | 243,94*** | 219,21*** | 203,13*** |
| AR(1) | -7,25*** | -8,66*** | -8,87*** | -8,91*** |
| AR(2) | -0,63 | 0,02 | -0,05 | 0,02 |
| Hansen test | 46,12* | 39,29 | 41,82 | 40,48 |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Modelo: $\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 DFC_t + \beta_2 FC_t + \beta_3 DFC_t * FC_t + \beta_4 PII_t + \beta_5 PII_t * DFC_t + \beta_6 PII_t * FC_t + \beta_7 PII_t * DFC_t * FC_t + \beta_8 IFRS + \varepsilon_t$.

Definição das variáveis: ΔCG = variação no capital de giro líquido no período t , escalada pelo ativo total de $t-1$; DFC = *dummy* assumindo 1 para fluxos de caixas operacionais negativos e 0 em caso contrário; FC = fluxo de caixa operacional no período t , escalado pelo ativo total de $t-1$; $DFC*FC$ = variável de interação para valores negativos de FC ; PII = variável binária para cada uma das diferentes participações (acionária, relevante e em órgão diretivos) e para cada classe de investidores institucionais, assumindo 1 para presença e 0, caso contrário; $PII*DFC$ = *dummy* captadora de impacto no intercepto do modelo; $PII*FC$ = interação para FC positivo na presença de investidores institucionais; $PII*DFC*FC$ = interação para FC negativo na presença de investidores institucionais; $IFRS$ = variável *dummy* representativa da adoção do padrão IFRS, que assume 1 se t maior que 2009 e 0, caso contrário; ε = termo de erro do modelo.

Processado por *System Generalized Method of Moments* (GMM-Sys).

Observações-ano: 3.512.

Número de instrumentos: 42.

Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *.

As evidências apontam para coeficiente β_3 negativo e significativo em todas as formulações, indicando que o conjunto de empresas da amostra não adota reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas, induzindo ao contrário à inferência de que há na amostra total prática de antecipação assimétrica de ganhos, dado o sinal negativo deste coeficiente e o sinal positivo significativo de β_2 , que estima o relacionamento de fluxos de caixa positivos com os respectivos *accruals*.

A participação de investidores institucionais altera fundamentalmente tal situação, vez que β_7 mostra-se significativo e positivo nas três primeiras formulações e não significativo para a quarta; na hipótese de antecipação assimétrica de perdas do modelo, tais evidências sugerem que a presença de investidores sofisticados contribui marginalmente para a antecipação assimétrica nessas empresas, as quais tendem a reconhecer tempestivamente perdas econômicas.

Cabe salientar que a interação entre participação relevante e presença em órgãos diretivos, embora não significativo para o reconhecimento tempestivo de perdas, mostra que, em

termos de qualidade informacional, contribui para que firmas não antecipem reconhecimento de ganhos, conforme sinaliza o coeficiente β_6 negativo e significativo.

Contudo, não se pode afirmar que a prática de conservadorismo condicional na amostra de firmas que contam com a presença daqueles investidores, seja dominante, eis que, pelo teste proposto por Ball e Shivakumar (2005), mesmo $(\beta_2+\beta_3+\beta_6+\beta_7)$ apresentando-se maior que $(\beta_2+\beta_3)$, aquele somatório permanece negativo, motivado pelos coeficientes negativos de β_3 .

Tais achados são consistentes com Moghaddam, Amirzadeh e Heidari (2013), os quais evidenciaram que a presença de investidores institucionais, tanto acionária quanto em órgãos diretivos, influencia gestores a divulgarem lucros mais conservadores.

Na Tabela 7, apresentam-se os resultados para os testes relacionados ao impacto da participação acionária relevante das diferentes classes de investidores institucionais no reconhecimento antecipado assimétrico de perdas e na prática de conservadorismo condicional.

Tabela 7 – Conservadorismo condicional - participação acionária relevante por classe

| Coeficientes | Classes de Investidores | | | | |
|---|-------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|-------------------|
| | Fundos de Pensão | Fundos de Investimentos | Instituições Financeiras | Firmas Seguradoras | Adm. de Carteiras |
| ΔCG_{t-2} | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,01 |
| (β_1) | 0,07*** | 0,07*** | 0,08*** | 0,07*** | 0,08*** |
| (β_2) | 0,27* | 0,31** | 0,31** | 0,22* | 0,34** |
| (β_3) | -0,41*** | -0,49*** | -0,46*** | -0,39*** | -0,5*** |
| (β_4) | 0,07*** | 0,07*** | 0,09*** | 0,06** | 0,09*** |
| (β_5) | -0,08*** | -0,05*** | -0,08*** | -0,05* | -0,08*** |
| (β_6) | -0,53*** | -0,62*** | -0,69*** | -0,51*** | -0,77*** |
| (β_7) | 0,44* | 0,74*** | 0,69*** | 0,77*** | 0,84*** |
| IFRS | -0,01*** | -0,01*** | -0,01*** | -0,01*** | -0,01*** |
| INTERCEPTO | -0,04** | -0,05*** | -0,05*** | -0,04** | -0,05*** |
| $\beta_2 + \beta_3$ | -0,14 | -0,17 | -0,15 | -0,16 | -0,16 |
| $\beta_2 + \beta_3 + \beta_6 + \beta_7$ | -0,23 | -0,05 | -0,16 | 0,09 | -0,09 |
| Estat. Wald | 204,01*** | 200,23*** | 210,67*** | 207,62*** | 232,09*** |
| AR(1) | -9,00*** | -8,94*** | -8,93*** | -9,11*** | -8,87*** |
| AR(2) | -0,18 | -0,21 | 0,53 | 0,18 | 0,29 |
| Hansen test | 41,99 | 43,08* | 39,54 | 41,05 | 41,36 |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Modelo: $\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 DFC_t + \beta_2 FC_t + \beta_3 DFC_t * FC_t + \beta_4 PRII_t + \beta_5 PRII_t * DFC_t + \beta_6 PSII_t * FC_t + \beta_7 PRII_t * DFC_t * FC_t + \beta_8 IFRS + \varepsilon_t$.

Definição das variáveis: ΔCG = variação no capital de giro líquido no período t , escalada pelo ativo total de $t-1$; DFC = *dummy* assumindo 1 para fluxos de caixas operacionais negativos e 0 em caso contrário; FC = fluxo de caixa operacional no período t , escalado pelo ativo total de $t-1$; $DFC*FC$ = variável de interação para valores negativos de FC ; $PRII$ = variável binária para participações

acionária relevante de cada classe de investidores institucionais, assumindo 1 para presença e 0, caso contrário; $PRII*DFC$ = *dummy* captadora de impacto no intercepto do modelo; $PRII*FC$ = interação para FC positivo na presença de investidores institucionais; $PRII*DFC*FC$ = interação para FC negativo na presença de investidores institucionais; IFRS = variável *dummy* representativa da adoção do padrão IFRS, que assume 1 se t maior que 2009 e 0, caso contrário; ε = termo de erro do modelo. Processado por *System Generalized Method of Moments* (GMM-Sys).

Observações-ano: 3.473.

Número de instrumentos: 42.

Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *.

Os achados confirmam o comportamento já sinalizado pela Tabela 6 para o conjunto de firmas da amostra; apontam para a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de ganhos, pelos coeficientes significantes β_2 positivo e β_3 negativo.

Ao se considerar conjunto de empresas com participação acionária relevante de diferentes classes de investidores institucionais, esses resultados mostram-se diferenciados; em todas as regressões, ao se analisar conjunto de firmas com aquela participação, constata-se a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas econômicas, expressa pelos coeficientes significantes β_7 positivos e β_6 negativos. Esses achados indicam que a presença acionária relevante de classes específicas de investidores institucionais contribui para que firmas antecipem o reconhecimento de perdas econômicas futuras prováveis e posterguem o reconhecimento de ganhos em seus resultados.

A prática do conservadorismo condicional, contudo, apenas se apresenta dominante para o conjunto de firmas com participação acionária relevante de Firmas Seguradoras, dado que o teste ($\beta_2+\beta_3+\beta_6+\beta_7$) apresentou-se positivo e maior que ($\beta_2+\beta_3$); essa classe de investidores, em outras palavras, impacta marginalmente a prática do conservadorismo condicional por parte de gestores, influenciando-os a divulgarem lucros mais conservadores.

Os achados, contudo, não suportam o argumento de que a prática do conservadorismo condicional seja diferenciada no conjunto de empresas com participação acionária relevante dos demais grupos de investidores institucionais, uma vez que o testes ($\beta_2+\beta_3+\beta_6+\beta_7$) se mostraram negativos, embora tenham se apresentado maiores que ($\beta_2+\beta_3$).

Na sequência, na Tabela 8, apresentam os testes para impacto da presença de diferentes classes de investidores institucionais em órgãos diretivos das firmas no reconhecimento antecipado assimétrico de perdas e na prática do conservadorismo condicional.

Os resultados da Tabela 8 novamente apontam para a predominância da prática de reconhecimento antecipado de ganhos sem que se faça reconhecimento antecipado de perdas, considerando o conjunto total de empresas da amostra, conforme se observa pelos coeficientes significantes β_2 positivos e β_3 negativos em todas as regressões.

Tabela 8 – Conservadorismo Condicional - participação em órgãos diretivos por classe

| Coeficientes | Classes de Investidores | | | | |
|---|-------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|-------------------|
| | Fundos de Pensão | Fundos de Investimentos | Instituições Financeiras | Firmas Seguradoras | Adm. de Carteiras |
| ΔCG_{t-2} | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 |
| (β_1) | 0,07*** | 0,07*** | 0,07*** | 0,07*** | 0,07*** |
| (β_2) | 0,26** | 0,29** | 0,22* | 0,25** | 0,25** |
| (β_3) | -0,42*** | -0,44*** | -0,39*** | -0,41*** | -0,41*** |
| (β_4) | 0,07*** | 0,06*** | 0,05*** | -0,01 | 0,05*** |
| (β_5) | -0,04* | -0,05*** | -0,03 | Omitida | -0,06** |
| (β_6) | -0,53*** | -0,56*** | -0,43*** | -0,07 | -0,46** |
| (β_7) | 1,14*** | 0,25 | 0,73*** | Omitida | 0,30 |
| IFRS | -0,01*** | -0,01** | -0,01*** | -0,01** | -0,01*** |
| INTERCEPTO | -0,04*** | -0,04*** | -0,03** | -0,04*** | -0,04*** |
| $\beta_2 + \beta_3$ | -0,16 | -0,15 | -0,16 | -0,16 | -0,16 |
| $\beta_2 + \beta_3 + \beta_6 + \beta_7$ | 0,45 | -0,46 | 0,14 | - | -0,31 |
| Estat. Wald | 210,58*** | 259,19*** | 197,58*** | 203,61*** | 206,3*** |
| AR(1) | -9,03*** | -8,91*** | -8,95*** | -9,04*** | -9,08*** |
| AR(2) | -0,06 | 0,30 | 0,02 | 0,17 | 0,18 |
| Hansen test | 42,64* | 36,84 | 44,4* | 39,50 | 40,05 |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Modelo: $\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 DFC_t + \beta_2 FC_t + \beta_3 DFC_t * FC_t + \beta_4 PIIO_t + \beta_5 PIIO_t * DFC_t + \beta_6 PIIO_t * FC_t + \beta_7 PIIO_t * DFC_t * FC_t + \beta_8 IFRS + \varepsilon_t$.

Definição das variáveis: ΔCG = variação no capital de giro líquido no período t , escalada pelo ativo total de $t-1$; DFC = *dummy* assumindo 1 para fluxos de caixas operacionais negativos e 0 em caso contrário; FC = fluxo de caixa operacional no período t , escalado pelo ativo total de $t-1$; $DFC*FC$ = variável de interação para valores negativos de FC ; $PIIO$ = variável binária para participações em órgão diretivos de cada classe de investidores institucionais, assumindo 1 para presença e 0, caso contrário; $PII*DFC$ = *dummy* captadora de impacto no intercepto do modelo; $PII*FC$ = interação para FC positivo na presença de investidores institucionais; $PII*DFC*FC$ = interação para FC negativo na presença de investidores institucionais; $IFRS$ = variável *dummy* representativa da adoção do padrão IFRS, que assume 1 se t maior que 2009 e 0, caso contrário; ε = termo de erro do modelo.

Processado por *System Generalized Method of Moments (GMM-Sys)*.

Número de instrumentos: 42.

Observações-ano: 3.512.

Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *.

Considerando amostras de firmas com presença de Fundos de Pensão e Instituições Financeiras em seus órgãos diretivos, constata-se antecipação tempestiva de perdas, dado que os coeficientes β_7 se mostraram positivos e significantes; capta-se, ainda, a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas por parte dessas empresas, uma vez que β_6 se apresentou negativo e significativo para aqueles estratos de empresas.

Embora não tenham apresentado coeficientes significantes para o reconhecimento tempestivo de perdas (β_7), firmas que contam com a presença de Fundos de Investimentos e Administradores de Carteiras em seus órgãos diretivos, em termos de qualidade informacional dos lucros, contribuem para que essas empresas não antecipem o reconhecimento de ganhos, conforme sinalizam os coeficientes β_6 negativos e significantes.

A prática do conservadorismo condicional, de outra parte, apenas se apresentou diferenciada para empresas que contam com a presença de Fundos de Pensão e Instituições Financeiras em seus órgãos de direção, uma vez que os testes ($\beta_2+\beta_3+\beta_6+\beta_7$) apresentaram-se positivos e maiores que ($\beta_2+\beta_3$) para esses estratos de firmas. Tais achados sugerem que a participação mais ativa dessas classes de investidores nas decisões das empresas, expressa por sua presença nos órgãos diretivos das firmas, contribui para que gestores ofereçam lucros com atributos requeridos de qualidade informacional, neste caso, o atributo do conservadorismo condicional.

Na Tabela 9, por fim, apresentam-se os resultados para o teste do impacto na prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas e conservadorismo condicional oriundo de diferentes classes de investidores institucionais que possuem concomitantemente participação acionária relevante no capital das firmas e presença em seus órgãos.

Tabela 9 – Conservadorismo Condicional - participação acionária relevante e em órgãos diretivos por classe

| Coeficientes | Classes de Investidores | | | | |
|---|-------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|-------------------|
| | Fundos de Pensão | Fundos de Investimentos | Instituições Financeiras | Firmas Seguradoras | Adm. de Carteiras |
| ΔCG_{t-2} | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,01 |
| (β_1) | 0,07*** | 0,07*** | 0,07*** | 0,07*** | 0,07*** |
| (β_2) | 0,24* | 0,27** | 0,22* | 0,25** | 0,26** |
| (β_3) | -0,39*** | -0,43*** | -0,38*** | -0,41*** | -0,42*** |
| (β_4) | 0,07*** | 0,06*** | 0,06*** | Omitida | 0,08*** |
| (β_5) | -0,03 | -0,03 | -0,07** | Omitida | Omitida |
| (β_6) | -0,53*** | -0,48** | -0,42** | Omitida | -0,82*** |
| (β_7) | 1,28*** | 0,73*** | 0,10 | Omitida | Omitida |
| IFRS | -0,01*** | -0,01** | -0,01*** | -0,01** | -0,01** |
| INTERCEPTO | -0,04** | -0,04*** | -0,04** | -0,04*** | -0,04*** |
| $\beta_2 + \beta_3$ | -0,16 | -0,16 | -0,15 | -0,16 | -0,16 |
| $\beta_2 + \beta_3 + \beta_6 + \beta_7$ | 0,59 | 0,09 | -0,48 | - | - |
| Número de instrumentos | 42,00 | 42,00 | 42,00 | 38,00 | 40,00 |

Continua

Conclusão da Tabela 9

| Coeficientes | Classes de Investidores | | | | |
|--------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|-------------------|
| | Fundos de Pensão | Fundos de Investimentos | Instituições Financeiras | Firmas Seguradoras | Adm. de Carteiras |
| Estat. Wald | 212,43*** | 206,48*** | 199,19*** | 191,64*** | 202,49*** |
| AR(1) | -9,10*** | -8,96*** | -9,04*** | -9,04*** | -9,02*** |
| AR(2) | -0,08 | 0,20 | 0,11 | 0,17 | 0,20 |
| Hansen test | 42,23 | 38,63 | 44,07* | 39,47 | 39,08 |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Modelo: $\Delta CG_t = \beta_0 + \beta_1 DFC_t + \beta_2 FC_t + \beta_3 DFC_t * FC_t + \beta_4 PRII_t * PIIO_t + \beta_5 PRII_t * PIIO_t * DFC_t + \beta_6 PRII_t * PIIO_t * FC_t + \beta_7 PRII_t * PIIO_t * DFC_t * FC_t + \beta_8 IFRS + \varepsilon_t$.

Definição das variáveis: ΔCG = variação no capital de giro líquido no período t , escalada pelo ativo total de $t-1$; DFC = *dummy* assumindo 1 para fluxos de caixas operacionais negativos e 0 em caso contrário; FC = fluxo de caixa operacional no período t , escalado pelo ativo total de $t-1$; $DFC*FC$ = variável de interação para valores negativos de FC ; $PRII*PIIO$ = variável binária para presença de cada uma das classes de investidores institucionais com participação acionária relevante e presença em órgãos diretivos, assumindo 1 para presença e 0, caso contrário; $PRII*PIIO*DFC$ = *dummy* captadora de impacto no intercepto do modelo; $PIIR*PIIO*FC$ = interação para FC positivo na presença de investidores institucionais com participação acionária relevante e presença em órgãos diretivos; $PRII*PIIO*DFC*FC$ = interação para FC negativo na presença de investidores institucionais com participação acionária relevante e presença em órgãos diretivos; $IFRS$ = variável *dummy* representativa da adoção do padrão $IFRS$, que assume 1 se t maior que 2009 e 0, caso contrário; ε = termo de erro do modelo.

Processado por *System Generalized Method of Moments* (GMM-Sys).

Observações-ano: 3.512

Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *.

Os achados da Tabela 9, para o conjunto total de empresas, são similares aos já reportados nas Tabelas 6, 7 e 8, quais sejam, apontam para a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de ganhos, expressa pelos coeficientes β_2 positivos e β_3 negativos, ambos significantes.

Os resultados da Tabela 9 sinalizam, ainda, que empresas, que contam com a interação da participação acionária relevante e da presença em seus órgãos diretivos por parte de Fundos de Pensão e de Fundos de Investimentos, praticam o reconhecimento tempestivo de perdas, conforme se depreende pelos coeficientes β_7 positivos e significantes; os coeficientes β_6 negativos e significantes sinalizam, ainda, para a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas em firmas com aquela participação.

Para essas amostras de firmas, a prática do conservadorismo condicional se apresenta dominante, uma vez que o testes $(\beta_2 + \beta_3 + \beta_6 + \beta_7)$ mostraram-se positivos e maiores que $(\beta_2 + \beta_3)$; Fundos de Pensão e de Investimentos, com participação acionária relevante e em órgãos diretivos das empresas, contribuem marginalmente para que gestores das firmas forneçam lucros mais conservadores por meio da prática do conservadorismo condicional.

Mesmo não tendo apresentado coeficientes significantes para o reconhecimento tempestivo de perdas (β_7), firmas que contam com a presença acionária relevante e em seus órgãos diretivos por parte de Instituições Financeiras e Administradores de Carteiras, no que diz respeito à qualidade informacional dos lucros, contribuem para que empresas não antecipem o reconhecimento de ganhos, conforme sinalizam os coeficientes β_6 negativos e significantes.

Não foi possível avaliar nem a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas nem a prática do conservadorismo condicional nas regressões considerando amostra de empresas com participação de Firms Seguradoras e Administradores de Carteiras em função de não haver a presença dessas classes no evento de interesse, qual seja, firmas com fluxo de caixa operacional negativo.

Destaque-se, a sinalização de impacto diferenciado, mas pouco relevante, da convergência ao IFRS em todos os modelos estimados, dado que o coeficiente β_8 se mostrou negativo e significativo em todas as regressões, o que confirma sua contribuição para reduzir a prática de conservadorismo condicional.

Não foram localizados estudos que apresentassem evidências relacionadas ao impacto dos diferentes tipos de investidores institucionais tratados nesta pesquisa nas práticas do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas econômicas e de conservadorismo condicional. Contudo, os achados, que se mostraram diferenciados segundo as classes de investidores institucionais e quanto às formulações de suas participações nas firmas, podem ser comparados, ainda que limitadamente, às evidências apresentadas por Ramalingegowda e Yu (2012); os autores evidenciaram impacto diferenciado na prática do conservadorismo segundo diferentes tipos de investidores institucionais, em linha com os achados apresentados neste estudo.

Em síntese, os resultados apontaram para impacto marginal de participação de investidores institucionais no reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas e na prática do conservadorismo condicional; tal impacto, ressaltou-se, mostrou-se diferenciado quanto a classes específicas de investidores institucionais e quanto a diferentes formulações de sua participação nas firmas.

5 CONCLUSÕES

O objetivo da pesquisa foi investigar evidências a respeito da influência da demanda de investidores por informação útil e eficiente na decisão dos gestores de firmas em reportar informações contábeis com atributos de eficiência informacional no contexto do mercado de capitais brasileiro.

Tal influência foi centrada no argumento de que a força da demanda de investidores sofisticados por qualidade informacional nos lucros divulgados pode fornecer incentivos econômicos à decisão de gestores das firmas em ofertar relatórios contábeis com atributos de eficiência informacional.

A demanda informacional de investidores sofisticados foi concebida por meio da magnitude da participação de investidores institucionais na base acionária das firmas, seja por participação acionária relevante, seja pela presença em órgãos diretivos das empresas.

A heterogeneidade de interesses entre diferentes classes de investidores institucionais no que se refere à demanda por informações eficientes conduziu a pesquisa a investigar tais atributos em segmentos específicos de classes de investidores institucionais quais sejam, Fundos de Pensão, Fundos de Investimentos, Firms Seguradoras, Instituições Financeiras e Administradores de Carteiras.

A qualidade informacional dos lucros foi definida por duas formulações; testou-se a persistência de *accruals* como medida de uso apropriado do reconhecimento temporal associado aos respectivos fluxos de caixa gerados, destinada a aprimorar a capacidade de projeção de fluxos futuros de caixa; e avaliou-se a prática de reconhecimento antecipado assimétrico de perdas econômicas prováveis e a medida de conservadorismo condicional, como mecanismos de proteção aos interesses futuros de *stakeholders*.

No que tange à questão de pesquisa, qual seja, em que medida, no mercado de capitais brasileiro, a demanda informacional de diferentes classes de investidores institucionais associa-se à decisão de gestores em divulgar lucros com atributos de eficiência informacional, os resultados evidenciados possibilitam respondê-la nos seguintes caminhos:

- i) A persistência dos *accruals* foi identificada como sendo influenciada ou estando associada à participação acionária relevante do conjunto de investidores institucionais, situação reforçada explicitamente no caso de Instituições Financeiras e de Administradores de Carteiras; tal associação se acentua com a

participação continuada destes investidores como *stakeholders* das firmas, as quais reagem com maior significância à permanência destes acionistas em seus quadros;

- ii) Fundos de Pensão, Fundos de Investimentos e Firms Seguradoras não apresentaram indícios de influenciar nas medidas de persistência de *accruals*; esse último grupo, inclusive, mostrou-se relacionado à divulgação de *accruals* com menor persistência, em firmas que demonstram menor eficiência informacional;
- iii) Investidores institucionais parecem ser efetivos demandantes de posições em firmas que praticam reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas prováveis, com maior força na presença de participação de Fundos de Pensão, Fundos de Investimentos e Firms Seguradoras, uma vez que sua presença na maior parte dos testes contribuiu para tornar significativa a antecipação assimétrica de perdas;
- iv) Todavia, não se caracterizou conservadorismo condicional decorrente dessa prática, pois, à exceção de firmas com presença de Fundos de Pensão, Fundos de Investimentos e Firms Seguradoras, as firmas também mostraram sinais de antecipação de ganhos, com graus diferenciados segundo as diferentes formulações de participação daqueles investidores.

Esses achados, vale ressaltar, influenciados pelo contexto econômico, político e institucional do Brasil. A esse respeito, Coelho (2007) argumenta sobre a forte presença governamental no financiamento da atividade econômica, cujas decisões são fundamentadas mais no aspecto político que econômico; ressalte-se que tal presença também é marcante dentre as classes de investidores institucionais, principalmente em Fundos de Pensão e Instituições Financeiras. Ademais, predomina no ambiente institucional brasileiro incentivos para divulgação de informações por canais privados (COELHO, 2007), o que pode conduzir investidores sofisticados a buscarem informações em tais canais em detrimento da informação contábil publicamente divulgada.

As evidências apresentadas possibilitam inferir que a demanda informacional de investidores sofisticados impacta marginalmente a decisão de gestores das firmas, no Brasil, a divulgar lucros de maior qualidade informacional, no que tange a indicadores de persistência de *accruals* e de antecipação assimétrica de perdas. Também se infere que o impacto da

demanda se condiciona ao tipo de participação dos investidores e da continuidade desta participação como *stakeholders* das empresas.

Os resultados também permitem inferir que demanda por qualidade informacional dos lucros entre as diferentes classes de investidores institucionais é heterogênea, confirmando o argumento de que nem todo investidor institucional é sofisticado, uma vez que nem todas as classes desses investidores dependeriam de sinais informacionais divulgados.

As evidências confirmaram, portanto, a influência de investidores institucionais na medida de persistência de *accruals*, conforme evidenciado por Hashim e Devi (2012); também se confirmou o impacto diferenciado na medida de persistência segundo diferentes tipos de investidores institucionais, em linha com os achados de Liu e Peng (2008).

De outra parte, os achados não mostraram sinais de alinhamento com evidências apuradas em Souza (2016), no contexto do mercado de capitais brasileiro, o qual sinalizou que investidores institucionais influenciam a persistência de *accruals* no sentido de menor eficiência informacional. Vale comentar que se pode inferir que o tipo de investidor institucional importa para o comportamento da gestão ao divulgar números contábeis. Ressalte-se, ainda, que os testes empreendidos por Souza (2016) se diferenciam daqueles executados nesta pesquisa, o que limita o confronto direto entre os achados da pesquisa.

Considerando a prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas prováveis e de conservadorismo condicional, as evidências apresentaram-se em linha com os achados de Moghaddam, Amirzadeh e Heidari (2013), os quais concluíram que investidores institucionais contribuem para que firmas divulguem lucros mais conservadores; a pesquisa corrobora tal inferência, no que tange à antecipação do registro de perdas.

Convém destacar, ainda, que o impacto diferenciado em práticas de conservadorismo segundo classes de investidores institucionais também se apresentou em linha com as constatações de Ramalingegowda e Yu (2012), os quais sinalizaram efeito diferenciado na divulgação de lucros mais conservadores para diferentes segmentos de investidores institucionais.

O impacto diferenciado de partes de investidores institucionais nos indicadores de qualidade informacional dos lucros divulgados implica que estes investidores sofisticados traduzem objetivos diversos entre si, o que confirma a necessidade de pesquisas futuras em que se busquem determinantes mais precisos da demanda e influência de investidores institucionais no contexto de investigações sobre qualidade informacional da contabilidade; segundo Collins,

Gong e Hribar (2003), nem toda instituição negociará no mercado baseando suas transações apenas no conteúdo de fontes informacionais.

As constatações de influência de investidores institucionais, seja em conjunto seja de classes específicas, nos indicadores de qualidade informacional dos lucros também dão conta de que eles podem ser considerados como representantes autênticos da classe de investidores sofisticados e que, portanto, podem alcançar ganhos extraordinários, manuseando situação de anomalias de *accruals*, conseguindo informações eficientes a partir de sua atuação como *stakeholders*.

Esses investidores, por outro lado, ao colaborar para divulgação de lucros de maior eficiência informacional, expressa pelos indicadores de persistência dos *accruals* e pela prática do reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas, também podem contribuir para eficiência do mercado de capitais, a qual também é condicionada a, dentre outros atributos, informações contábeis eficientes.

Destaque-se, ainda, que a influência desses investidores na decisão de gestores em utilizar o mecanismo de registro por *accruals* discricionários para ofertar informações contábeis eficientes também pode cooperar para redução da anomalia de *accruals*, considerando que sinais informacionais incompletos podem contribuir para o surgimento de anomalias de preço no mercado de capitais, conforme Merton (1987); a este respeito, Drake, Myers e Myers (2009) e Chan, Lee e Lin (2009) fornecem evidências empíricas de que a informação de qualidade superior contribui para redução do mal apreçamento de *accruals* nos mercados de capitais.

A não detecção da anomalia de *accruals* no mercado de capitais brasileiro, sinalizada em Souza (2016), poderia estar relacionada à presença marcante dos investidores institucionais, dado que se constatou sua presença acionária em cerca de 71% das firmas da amostra e presença acionária relevante em cerca de 36% dessas firmas.

Souza (2016) corrobora tal conjectura, fornecendo possível explicação para presença de tal anomalia fundamentada no argumento de maior participação relativa de investidores sofisticados em relação a investidores menos informados.

Considerando o conjunto de evidências apresentadas, a hipótese de que a eficiência informacional dos lucros divulgados no mercado de capitais brasileiro por firmas sofre influência marginal e positiva da demanda informacional de investidores institucionais não pôde, portanto, ser rejeitada, embora seu impacto não tenha sido demonstrado de forma completa, mas na dependência dos sinais acima destacados; tal influência, conforme o esperado, mostrou-se diferenciada segundo a classe de investidor institucional.

A demanda por qualidade informacional de investidores sofisticados, portanto, pode ser referenciada como incentivo econômico ao comportamento de gestores no que se refere à decisão destes agentes em ofertar números contábeis eficientes, segundo a presença dos atributos persistência dos *accruals* e do conservadorismo condicional; tal inferência em linha com o argumento de Coelho, Cia e Lima (2010), os quais evidenciaram que a decisão de gestores também é dependente da existência de demanda informacional efetiva.

Constatou-se, ainda, indícios de autocorrelação de primeira e segunda ordem para a variável *accruals* nos modelos regressivos com estimação por dados em painel na pesquisa; na presença de tal problema, os parâmetros estimados tornam-se enviesados. Tal situação confirmou a necessidade da utilização de métodos de estimação robustos na presença daquele problema, quando da estimação de modelos que possuem a variável *accruals*; nesta pesquisa, utilizou-se o método *System Generalized Method of Moments* (GMM-Sys), o qual apresenta estimação eficiente na presença de problemas de endogeneidade.

Também foi sinalizado, segundo os achados, que a convergência ao IFRS apresenta baixa significância para o modelo de persistência dos *accruals*; já para o modelo de reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas prováveis, tal movimento mostrou-se significativo em todas as regressões, denotando sua relevância para o modelo em questão.

O estudo limita-se pela dificuldade de se obter informações sobre participação de investidores institucionais não relevantes no capital das firmas brasileiras, motivo pelo qual ateu-se a análise ao grupo de participação relevante e com presença em órgãos de direção da firma. Tal limitação fragiliza os resultados reportados para associação entre a participação de investidores institucionais e a medida de persistência dos *accruals*, uma vez que não foi possível utilizar a participação acionária daqueles investidores, o que também fragiliza o confronto direto com as evidências reportadas em Souza (2016).

Por fim, para futuras pesquisas, pode-se sugerir o exame das motivações econômicas e institucionais de cada uma das classes de investidores institucionais no que se refere às suas demandas informacionais por lucros de qualidade superior ou inferior ou, ainda, a inexistência de tal demanda.

Outra indicação para pesquisa futuras, refere-se ao exame mais detalhado da influência da temporalidade das classes de investidores institucionais como *stakeholders* das firmas na qualidade informacional dos seus *accruals* divulgados. Também se sugere, para estudos futuros, a investigação do impacto das distintas classes de investidores institucionais em outros atributos que denotam qualidade do lucro divulgado por gestores das firmas, como os atributos

persistência, previsibilidade, suavização, confiabilidade, relevância e tempestividade dos lucros divulgados.

Ademais, também se sugere para pesquisas futuras, a investigação da influência da demanda de analistas financeiros por qualidade informacional dos lucros, uma vez que tais agentes são sofisticados em suas decisões, assim como provavelmente também dependeriam de sinais informacionais eficientes das firmas semelhantemente à investidores institucionais.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. S.; NEEL, M.; WANG, D. Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 4, p. 1344-1372, 2013.
- ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. Introdução ao Mercado Financeiro. In: LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S.; PIMENTEL, R. C. (Coord.). **Curso de Mercado Financeiro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BALL, R. The earnings-price anomaly. **Journal of Accounting and Economics**, v. 15, n. 2-3, p. 319-345, 1992.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, p. 159-178, 1968.
- BALL, R. J.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 1, p. 83-128, 2005.
- BALL, R.; ROBIN, A.; WU, J. S. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. **Journal of accounting and economics**, v. 36, n. 1, p. 235-270, 2003.
- BARROS, L. A. B. C.; CASTRO JUNIOR, F. H. F.; SILVEIRA, A. D. M.; BERGMANN, D. R. **A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação**. 2010. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187>. Acesso em: 02 ago. 2016.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; HAND, J. R. M.; LANDSMAN, W. R. Accruals, cash flows, and equity values. **Review of Accounting Studies**, v. 4, n. 3-4, p. 205-229, 1999.
- BARTH, M. E.; CLINCH, G.; ISRAELI, D. **What Do Accruals Tell Us About Future Cash Flows?**. 2016. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2572118> Acesso em: 14 jul. 2016.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of accounting research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.
- BARTOV, E.; RADHAKRISHNAN, S.; KRINSKY, I. Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. **The Accounting Review**, v. 75, n. 1, p. 43-63, 2000.

BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of accounting and economics**, v. 24, n. 1, p. 3-37, 1997.

BENEISH, M. D.; NICHOLS, D. C. **Earnings quality and future returns**: The relation between accruals and the probability of earnings manipulation. 2005. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=725162> Acesso em: 28 dez. 2016.

BONDT, W. F. M.; THALER, R. H. Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. **Journal of finance**, p. 557-581, 1987.

BRAV, A.; HEATON, J. B. Competing theories of financial anomalies. **Review of Financial Studies**, v. 15, n. 2, p. 575-606, 2002.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

BURGSTHALER, D. C.; HAIL, L.; LEUZ, C. The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. **The accounting review**, v. 81, n. 5, p. 983-1016, 2006.

BUSHEE, B. J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. **The Accounting review**, v. 73, n. 3, p. 305-333, 1998.

BUSHEE, B. J. Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?. **Contemporary Accounting Research**, v. 18, n. 2, p. 207-246, 2001.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**. Amsterdam, 2006.

CARDOSO, R. L.; MARTINS, V. A. Hipótese de Mercado Eficiente e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. In: LOPES, A. B.; IUDÍCIBUS, S. de (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

CHAN, A. L. C.; LEE, E.; LIN, S. The impact of accounting information quality on the mispricing of accruals: The case of FRS3 in the UK. **Journal of accounting and public policy**, v. 28, n. 3, p. 189-206, 2009.

CHENG, C. S. A.; REITENGA, A. Characteristics of institutional investors and discretionary accruals. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 17, n. 1, p. 5-26, 2009.

CHENG, C. S. A.; THOMAS, W. B. Evidence of the abnormal accrual anomaly incremental to operating cash flows. **The Accounting Review**, v. 81, n. 5, p. 1151-1167, 2006.

CHI, W.; LIU, C.; WANG, T. What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. **Journal of contemporary accounting & economics**, v. 5, n. 1, p. 47-59, 2009.

COELHO, A. C. D. **Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

COELHO, A. C. D.; CIA, J.N.S.; LIMA, I.S. Conservadorismo condicional na divulgação de lucros em companhias abertas brasileiras: diferenças entre emissoras e não emissoras de ADR entre sistemas contábeis. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 11, n. 1, p. 117-149, 2010.

COELHO, A. C. D.; GALDI, F. C.; LOPES, A. B. **The determinants of earnings quality: the case of Brazilian public and private firms**. SSRN Working Paper Series, 2010. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541628> Acesso em: 24 nov. 2016.

COELHO, A. C. D.; LIMA, I. S. Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 45, p. 38-49, 2007.

COELHO, A. C. D.; LIMA, I. S. Funções informacionais de apropriações contábeis pelo regime de competência. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 5, n. 2, p. 120-130, 2008.

COLLINS, D. W.; GONG, G.; HRIBAR, P. Investors sophistication and the mispricing of accruals. **Review of Accounting Studies**, v. 8, p. 251-276, 2003.

CUPERTINO, C. M. **Anomalia dos accruals no mercado brasileiro de capitais**. Tese de doutorado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil, 2010.

DAVID, P.; HITT, M. A.; GIMENO, J. The influence of activism by institutional investors on R&D. **Academy of management Journal**, v. 44, n. 1, p. 144-157, 2001.

DAVIS, E. P; STEIL, B. **Institutional investors**. MIT press, 2001.

DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. **Journal of accounting and economics**, v. 18, n. 1, p. 3-42, 1994.

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**. Sarasota, v. 77, supplement, p. 35-39, 2002.

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

DECHOW, P. M.; KHIMICH, N. V.; SLOAN, R. G. **The accrual anomaly**. 2011.

Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1793364> Acesso em: 04 set. 2016.

DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 133-168, 1998.

DECHOW, P. M.; RICHARDSON, S. A.; SLOAN, R. G. The persistence and pricing of the cash component of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 537-566, 2008.

DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. **Earnings quality**. Charlottesville (Virginia): CFA Institute, 2004.

DICHEV, I.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. Earnings quality: Evidence from the field. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 2, p. 1-33, 2013.

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. **Courts: the lex mundi project**. Washington, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8890.pdf>> Acesso em: 22 jul. 2016.

DRAKE, M. S.; MYERS, J. N.; MYERS, L. A. Disclosure Quality and the Mispricing of Accruals and Cash Flow. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 24, n. 3, p. 357-384, 2009.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMÁ, R.; CIOFFI, P. L. M.; COELHO, P. A. R. Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 2, p. 65-78, 2008.

FÁVERO, L.P.; BELFIORE, P.; SILVA F.L.; CHAN, B.L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FLETCHER, C. E. Sophisticated investors under the federal securities laws. **Duke Law Journal**, v. 6, p. 1081-1154, 1988.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. **Accounting Anomalies and Information Uncertainty**. In: American Finance Association 2004 Meetings, San Diego, 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=414141> Acesso em: 12 dez. 2016.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. The market pricing of accruals quality. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 2, p. 295-327, 2005.

FRANCIS, J.; SMITH, M.. A reexamination of the persistence of accruals and cash flows. **Journal of Accounting Research**, v. 43, n. 3, p. 413-451, 2005.

GALINDO, A.; MICCO, A.; SERRA, C. Integração Financeira. In: BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Além das Fronteiras: O Novo Regionalismo na América Latina**. Washington, DC, 2003. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?isbn=1931003513>> Acesso em: 02 dez. 2016.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. **Journal of financial Economics**, v. 57, n. 2, p. 275-305, 2000.

GINER, B.; TAHOUN, A.; WALKER, M. The influence of conditional conservatism on ownership dispersion: An international analysis. **Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. 42, n. 159, p. 289-309, 2013.

GIVOLY, D.; HAYN, C. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. **Journal of accounting and economics**, v. 29, n. 3, p. 287-320, 2000.

GROSSMAN, S. F. On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information. **The Journal of Finance**, v. 31, n. 2, p. 573-585, 1976.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Por Alegre: AMGH, 2011.

HADANI, M.; GORANOVA, M.; KHAN, R. Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. **Journal of business research**, v. 64, n. 12, p. 1352-1360, 2011.

HASHIM, H. A.; DEVI, S. S. Institutional monitoring and earnings quality in Malaysia. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 65, p. 419-426, 2012.

HOLANDA, A. P. **Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade nas companhias de capital aberto no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2012.

HOLANDA, A. P.; REBOUÇAS, S. M. D. P.; COELHO, A. C. Gerenciamento de Resultados e Presença de Investidores Institucionais nas Firms Brasileiras. **ConTexto**, v. 13, n. 25, p. 7-19, 2012.

HVIDKJAER, S. A trade-based analysis of momentum. **Review of Financial Studies**, v. 19, n. 2, p. 457-491, 2006.

JEGADEESH, N.; TITMAN, S. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. **The Journal of finance**, v. 48, n. 1, p. 65-91, 1993.

JENSEN, M. C. Some anomalous evidence regarding market efficiency. **Journal of financial economics**, v. 6, n. 2/3, p. 95-101, 1978.

JIAMBALVO, J.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. **Contemporary Accounting Research**, v. 19, n. 1, p. 117-145, 2002.

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

KHAN, M; WATTS, R. L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. **Journal of accounting and Economics**, v. 48, n. 2, p. 132-150, 2009.

KOTHARI, S. P. The role of financial reporting in reducing financial risks in the market. In: E.S. ROSENGREN, E. S.; JORDAN, J. S. (Eds.). **Building an infrastructure for financial stability**. Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series n. 44, June, p. 89-102, 2000.

KUHN, T. S. **The structure of scientific revolutions**. Chicago: University of Chicago Press, 1970.

LAFOND, R.; ROYCHOWDHURY, S. Managerial ownership and accounting conservatism. **Journal of accounting research**, v. 46, n. 1, p. 101-135, 2008.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **The Journal of Political Economy**. Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LEE, G.; MASULIS, R. W. Seasoned equity offerings: Quality of accounting information and expected flotation costs. **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 3, p. 443-469, 2009.

LEV, B. Toward a theory of equitable and efficient accounting policy. **The Accounting Review**, v. 63, n. 1, p. 1-22, 1988.

LEV, B. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. **Journal of accounting research**, p. 153-192, 1989.

LEV, B.; NISSIM, D. The persistence of the accruals anomaly. **Contemporary Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 193-226, 2006.

LEV, B.; ZAROWIN, P. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them (Digest Summary). **Journal of Accounting research**, v. 37, n. 2, p. 353-385, 1999.

LIN, L.; MANOWAN, P. Institutional ownership composition and earnings management. **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, v. 15, n. 04, 2012.

LIN, F.; WU, C; FANG, T.; WUN, J. The relations among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation. **Economic Modelling**, v. 37, p. 164-174, 2014.

LIU, S. D.; SKERRATT, L. **Earnings quality across listed, medium-sized, and small companies in the UK**. Working Paper, Brunel University, London, 2014. Disponível em: <

http://www.brunel.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0005/377330/1417.pdf> Acesso em: 15 abr. 2017.

LIU, L. Y.; PENG, Y. **Institutional investors and accruals quality**. Working Paper, California State University, Fullerton, 2008.

LOCKE, S.; GUPTA, K. Applicability of contrarian strategy in the Bombay stock exchange. **Journal of Emerging Market Finance**, v. 8, n. 2, p. 165-189, 2009.

LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2005.

MALKIEL, B. G. The efficient market hypothesis and its critics. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 59-82, 2003.

MARTINS, G.A.; THEÓPHILO, C.R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MCNICHOLS, M. F. Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. **The Accounting Review: Supplement 2002**, Vol. 77, 2002.

MERTON, R. C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. **The journal of finance**, v. 42, n. 3, p. 483-510, 1987.

MOGHADDAM, A.; AMIRZADEH, V.; HEIDARI, A. A.; Studying the Relationship between Institutional Ownership and Conservatism in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, v. 3, n. 1, p. 400-408, 2013.

MOURA, G. D.; MACÊDO, F. F. R. R.; SALLA, N. M. C. G.; CUNHA, P. R. Participação Acionária de Investidores Institucionais e o Gerenciamento de Resultados: Um Estudo em Companhias Abertas Listadas na BM&FBovespa. In: SEMEAD–SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, XVI, São Paulo, 2013. **Anais...** São Paulo, SP.

MURCIA, F. D.; SOUZA, F. C.; DILL, R. P.; COSTA JÚNIOR, N. A. Impacto do nível de *disclosure* corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, X, São Paulo, 2010. **Anais...** São Paulo, SP.

NARAYANAMOORTHY, G.. Conservatism and Cross-Sectional Variation in the Post–Earnings Announcement Drift. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 4, p. 763-789, 2006.

PAULO, E.; MARTINS, E. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. **Anais...** Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, São Paulo, SP, Brasil, v. 31, p. 1-16, 2007.

PAULO, E.; MARTINS, E.; GIRÃO, L. F. A. Accounting Information Quality in Latin and North American Public Firms. **Research in Accounting in Emerging Economies**, v. 14, p. 41-74, 2014.

PENMAN, S. H. **Financial statement analysis and security valuation**. 4. ed. New York: McGraw-Hill, 2009.

PINCUS, M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. The accrual anomaly: International evidence. **The Accounting Review**, v. 82, n. 1, p. 169-203, 2007.

PORTUGAL, M. Investidores institucionais crescem, mas são limitados por pouca diversificação. **Exame.com**, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/investidores-institucionais-crescem-brasil-saolimitados-falta-diversificacao-576503>> Acesso em: 23 mar. 2016.

POTIN, S. A.; BORTOLON, P. M.; SARLO NETO, A. Hedge Accounting no Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos na Qualidade da Informação Contábil, Disclosure e Assimetria de Informação. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 202-216, 2016.

RAMALINGEGOWDA, S.; YU, Y. Institutional ownership and conservatism. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1, p. 98-114, 2012.

ROODMAN, D. **How to do xtabond2**: An introduction to difference and system GMM in Stata. 2006. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=982943> Acesso em: 14 mar. 2017.

SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. 5. ed. Toronto: Pearson Canada, 2012.

SHILLER, R. J., POUND, J. Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 12, n. 1, p. 47-66, 1989.

SILVA, M. P. **A relação entre os investidores institucionais e o earnings-post-announcement drift**: uma análise da eficiência de mercado no Brasil. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2015.

SLOAN, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings. **The Accounting Review**, v. 71, n. 3, p. 289-315, 1996.

SOUZA, E. P. **Evidências internacionais dos efeitos da atuação de investidores institucionais na anomalia dos accruals**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

SZTAJN, R.; GORGA, E. Tradições do Direito. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. **Direito e economia**: análise econômica do direito e das organizações. São Paulo: Campus, 2005.

THEÓPHILO, C. R. **Pesquisa em Contabilidade no Brasil: Uma análise crítico-epistemológica**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

THOMAS, W. B. A test of the market's mispricing of domestic and foreign earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 3, p. 243-267, 2000.

THOMAS, J. K.; ZHANG, H. Inventory changes and future returns. **Review of Accounting Studies**, v. 7, n. 2-3, p. 163-187, 2002.

VELURY, U.; JENKINS, D. S. Institutional ownership and the quality of earnings. **Journal of Business Research**, v. 59, n. 9, p. 1043-1051, 2006.

WANG, M. Which types of institutional investors constrain abnormal accruals?. **Corporate Governance: An International Review**, v. 22, n. 1, p. 43-67, 2014.

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

WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Journal of econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.

YOON, S. **Accounting quality and international accounting convergence**. Dissertation - Faculty of the Graduate College, Oklahoma State University, Oklahoma, 2007. Disponível em:

<<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.633.7805&rep=rep1&type=pdf>>
Acesso em: 24 jan. 2017.

APÊNDICE A – DESCRIÇÃO DAS AMOSTRAS SEGUNDO A PARTICIPAÇÃO DE DIFERENTES CLASSES DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Tabela 10 – Medidas descritivas das amostras e das variáveis dos modelos segundo as diferentes classes de investidores institucionais

| Panel A - Medidas descritivas para a variável Variação do Capital de Giro Líquido | | | | | |
|--|-------------------------|----------------------|-------------------------|----------------------|---------------------------|
| Evento | Sem Participação | | Com Participação | | Teste Mann-Whitney |
| | Média | Desvio-padrão | Média | Desvio-padrão | |
| Participação de Investidores Institucionais | -0,01 | 0,09 | 0,00 | 0,08 | -2,22** |
| Participação Relevante de Investidores Institucionais | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,08 | -1,87* |
| a. Fundos de Pensão | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,08 | -0,14 |
| b. Fundos de Investimentos | 0,00 | 0,09 | 0,01 | 0,09 | -2,65*** |
| c. Instituições Financeiras | 0,00 | 0,09 | 0,01 | 0,08 | -2,85*** |
| d. Firms Seguradoras | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,08 | -0,24 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,08 | -0,66 |
| Participação de Investidores Institucionais em órgãos diretivos da firma | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,07 | 0,02 |
| a. Fundos de Pensão | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,06 | -0,29 |
| b. Fundos de Investimentos | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,07 | -0,70 |
| c. Instituições Financeiras | 0,00 | 0,09 | -0,01 | 0,07 | 0,83 |
| d. Firms Seguradoras | 0,00 | 0,09 | -0,03 | 0,04 | 1,30 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,07 | 0,44 |

Panel B - Medidas descritivas para a variável Fluxo de Caixa Operacional

| Evento | Sem Participação | | Com Participação | | Teste Mann-Whitney |
|--|-------------------------|----------------------|-------------------------|----------------------|---------------------------|
| | Média | Desvio-padrão | Média | Desvio-padrão | |
| Participação de Investidores Institucionais | 0,02 | 0,16 | 0,05 | 0,16 | -7,50*** |
| Participação Relevante de Investidores Institucionais | 0,04 | 0,16 | 0,04 | 0,16 | -0,91 |
| a. Fundos de Pensão | 0,04 | 0,16 | 0,05 | 0,15 | -1,44 |
| b. Fundos de Investimentos | 0,05 | 0,16 | 0,02 | 0,17 | 2,48** |
| c. Instituições Financeiras | 0,04 | 0,16 | 0,04 | 0,14 | 0,61 |
| d. Firms Seguradoras | 0,04 | 0,16 | 0,06 | 0,16 | -1,20 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,04 | 0,16 | 0,06 | 0,15 | -4,19*** |
| Participação de Investidores Institucionais em órgãos diretivos da firma | 0,04 | 0,16 | 0,08 | 0,13 | -4,41*** |
| a. Fundos de Pensão | 0,04 | 0,16 | 0,09 | 0,11 | -4,33*** |
| b. Fundos de Investimentos | 0,04 | 0,16 | 0,06 | 0,12 | -1,62 |
| c. Instituições Financeiras | 0,04 | 0,16 | 0,07 | 0,16 | -1,47 |
| d. Firms Seguradoras | 0,04 | 0,16 | 0,09 | 0,09 | -0,45 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,04 | 0,16 | 0,07 | 0,14 | -1,33 |

Continua

Conclusão da Tabela 10

Painel C - Medidas descritivas para a variável Variação de Receitas

| Evento | Sem Participação | | Com Participação | | Teste Mann-Whitney |
|--|------------------|---------------|------------------|---------------|--------------------|
| | Média | Desvio-padrão | Média | Desvio-padrão | |
| Participação de Investidores Institucionais | 0,03 | 0,11 | 0,05 | 0,11 | -4,73*** |
| Participação Relevante de Investidores Institucionais | 0,04 | 0,11 | 0,05 | 0,11 | -1,72* |
| a. Fundos de Pensão | 0,05 | 0,11 | 0,04 | 0,10 | 0,87 |
| b. Fundos de Investimentos | 0,04 | 0,11 | 0,05 | 0,12 | -0,55 |
| c. Instituições Financeiras | 0,05 | 0,11 | 0,05 | 0,11 | -0,18 |
| d. Firms Seguradoras | 0,05 | 0,11 | 0,06 | 0,11 | -1,58 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,05 | 0,11 | 0,04 | 0,10 | 0,31 |
| Participação de Investidores Institucionais em órgãos diretivos da firma | 0,05 | 0,11 | 0,04 | 0,11 | -0,03 |
| a. Fundos de Pensão | 0,05 | 0,11 | 0,05 | 0,11 | -0,69 |
| b. Fundos de Investimentos | 0,05 | 0,11 | 0,06 | 0,12 | -0,90 |
| c. Instituições Financeiras | 0,05 | 0,11 | 0,02 | 0,07 | 1,24 |
| d. Firms Seguradoras | 0,05 | 0,11 | 0,09 | 0,15 | -0,36 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,05 | 0,11 | 0,03 | 0,10 | 0,60 |

Painel D - Medidas descritivas para a variável Ativo Imobilizado

| Evento | Sem Participação | | Com Participação | | Teste Mann-Whitney |
|--|------------------|---------------|------------------|---------------|--------------------|
| | Média | Desvio-padrão | Média | Desvio-padrão | |
| Participação de Investidores Institucionais | 0,26 | 0,27 | 0,21 | 0,25 | 5,21*** |
| Participação Relevante de Investidores Institucionais | 0,25 | 0,27 | 0,18 | 0,23 | 6,85*** |
| a. Fundos de Pensão | 0,23 | 0,26 | 0,18 | 0,23 | 3,62*** |
| b. Fundos de Investimentos | 0,23 | 0,26 | 0,18 | 0,22 | 4,62*** |
| c. Instituições Financeiras | 0,23 | 0,26 | 0,20 | 0,24 | 0,62 |
| d. Firms Seguradoras | 0,22 | 0,26 | 0,22 | 0,24 | -0,82 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,24 | 0,26 | 0,13 | 0,19 | 9,86*** |
| Participação de Investidores Institucionais em órgãos diretivos da firma | 0,23 | 0,26 | 0,21 | 0,24 | 2,24** |
| a. Fundos de Pensão | 0,23 | 0,26 | 0,19 | 0,23 | 1,84* |
| b. Fundos de Investimentos | 0,22 | 0,26 | 0,22 | 0,22 | -0,58 |
| c. Instituições Financeiras | 0,22 | 0,25 | 0,30 | 0,31 | -1,19 |
| d. Firms Seguradoras | 0,22 | 0,26 | 0,19 | 0,19 | -0,06 |
| e. Administradores de Carteiras | 0,22 | 0,26 | 0,24 | 0,26 | -0,56 |

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Notas: Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *.