



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 13, n. 1, Jan./Jun, 2021

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 21.03.2020. Revisado por pares em: 22.04.2020. Reformulado em: 26.04.2020. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2021v13n1ID19701

Gerenciamento de resultados via *accruals* discricionários: seriam os lucros medidas confiáveis para os investidores?

Earnings management via discretionary accruals: would profits be reliable measures for investors?

Gestión de resultados mediante devengos discrecionales: ¿serían las ganancias medidas confiables para los inversionistas?

Autor

Ronan Reis Marçal

Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina, Campus Universitário – Trindade, Centro Socioeconômico - Bloco G, 3º andar - Sala 2, Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, (048) 3721-6608. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7922-2364>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7708460729514020>

E-mail: m.ronanreis@gmail.com

Resumo

Objetivo: O objetivo deste estudo foi analisar a relevância dos lucros na determinação do valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil considerando os efeitos do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários.

Metodologia: A amostra da pesquisa foi composta por 211 diferentes empresas não-financeiras da [B]³ entre 2013 e 2018. Os dados foram analisados inicialmente a partir de regressões com dados em painel e, adicionalmente, como medida de análise de sensibilidade, por meio de regressões estimadas por mínimos desvios absolutos.

Resultados: Diferentemente do que era esperado *a priori* na pesquisa, foi percebido que os resultados econômicos reportados pelas empresas, quando segregados da *proxy* de gerenciamento de resultados, denotaram menos poder informacional na predição do valor de mercado das empresas que os resultados econômicos em sua forma integral. Este desfecho está, aparentemente, em consonância com algumas pesquisas nacionais recentes (Martins, Paulo & Monte, 2016; Marçal & Macedo, 2019) que ressaltam a vertente não-oportunística do gerenciamento de resultados, podendo haver indícios de uma nuance do mercado brasileiro na contemporaneidade neste quesito.

Contribuições do Estudo: Os resultados contribuem de forma prática ao dispor para os usuários externos os efeitos do gerenciamento de resultados no processo de avaliação das empresas (especificamente ao desmistificar a visão uníssona de caráter doloso por parte dos gestores no processo de gerenciamento de resultados). Não obstante, uma lacuna teórica similar àquela reportada por Martins *et al.* (2016) passa a ser parcialmente suprida com estes novos achados.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. *Accruals* Discricionários. Relevância da Informação Contábil.

Abstract

Purpose: The aim of this study was to analyze the relevance of profits in determining the market value of publicly traded companies in Brazil considering the effects of earnings management via discretionary accruals.

Methodology: The research sample was composed of 211 different non-financial companies from [B]³ between 2013 and 2018. The data were analyzed initially from regressions with panel data and, additionally, as a measure of sensitivity analysis, through regressions estimated by minimum absolute deviations.

Results: Unlike what was expected *a priori* in the survey, it was noticed that the economic results reported by companies, when segregated from the earnings management proxy, showed less informational power in predicting companies' market value than economic results in their entirety. This outcome is apparently in line with some recent national surveys (Martins, Paulo & Monte, 2016; Marçal & Macedo, 2019) that highlight the non-opportunistic aspect of earnings management, and there may be signs of a nuance of the Brazilian market in contemporaneity in this regard.

Contributions of the Study: The results contribute in a practical way by making available to external users the effects of earnings management in the evaluation process of companies (specifically by demystifying the unanimous view of intent on the part of managers in the earnings management process). Nevertheless, a theoretical gap similar to that reported by Martins *et al.* (2016) is now partially supplied with these new findings.

Keywords: Earnings Management. Discretionary Accruals. Relevance of Accounting Information.

Resumen

Objetivo: El objetivo de este estudio fue analizar la relevancia de las ganancias para determinar el valor de mercado de las empresas que cotizan en bolsa en Brasil considerando los efectos de la gestión de resultados a través de devengos discrecionales.

Metodología: La muestra de investigación estuvo compuesta por 211 diferentes compañías no financieras de [B]³ entre 2013 y 2018. Los datos se analizaron inicialmente a partir de

regresiones con datos de panel y, adicionalmente, como una medida de análisis de sensibilidad, a través de regresiones estimadas por desviaciones absolutas mínimas.

Resultados: A diferencia de lo que se esperaba a priori en la encuesta, se observó que los resultados económicos informados por las empresas, cuando se separaban del poder de gestión de resultados, mostraban menos poder informativo para predecir el valor de mercado de las empresas que los resultados económicos en su totalidad. Aparentemente, este resultado está en línea con algunas encuestas nacionales recientes (Martins, Paulo & Monte, 2016; Marçal & Macedo, 2019) que destacan el aspecto no oportunista de la gestión de resultados, y puede haber signos de un matiz en el mercado brasileño en contemporaneidad a este respecto.

Contribuciones del Estudio: Los resultados contribuyen de manera práctica al poner a disposición de los usuarios externos los efectos de la gestión de ganancias en el proceso de evaluación de las empresas (específicamente desmitificando la visión unánime de la intención por parte de los gerentes en el proceso de gestión de ganancias). Sin embargo, una brecha teórica similar a la reportada por Martins *et al.* (2016) ahora se suministra parcialmente con estos nuevos hallazgos.

Palabras clave: Gestión de resultados. Devengos discrecionales. Relevancia de la información contable.

1 Introdução

De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001), quando as informações contábeis possuem capacidade preditiva frente ao valor de mercado de empresas de capital aberto, elas passam a ser denominadas como *value relevant*. Pesquisas deste gênero datam desde os trabalhos seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) e, no Brasil, possuem certo destaque acadêmico, segundo Homero Junior (2017), porque o discurso dominante é de que o mercado de capitais é o cenário onde a contabilidade apresenta sua maior relevância na sociedade, sendo suas informações essenciais para seus integrantes.

Nesta perspectiva de relevância da informação contábil para os usuários externos, cabe destaque ao lucro (ou prejuízo) reportado pelas empresas. Autores como Ohlson (1995) e Kothari (2001), por exemplo, elencam o resultado econômico como uma significativa ferramenta para a avaliação das empresas. Esta ideia parece ser um consenso também perante o mercado, vide a pesquisa de Dichev, Graham, Harvey e Rajgopal (2013), onde os autores identificaram que cerca de 94% de sua amostra (composta por diretores financeiros de empresas de capital aberto do mercado norte-americano) interpreta o lucro como muito importante para os investidores no processo de avaliação de empresas.

No Brasil, especificamente, a proeminência do resultado econômico aos olhos dos investidores parece ser ainda mais acentuada, conforme Takamatsu e Fávero (2013), chegando ao ponto de serem preteridas outras importantes informações durante o *valuation*.

Contudo, é importante destacar que em função do regime de competência adotado pela contabilidade, o resultado econômico e o resultado financeiro serão quase sempre distintos (Boina & Macedo, 2018; Marçal & Macedo, 2019). Os lucros são compostos, portanto, por duas parcelas: uma financeira (referente aos fluxos de caixa) e outra que, quando acrescida à anterior, é responsável por representar o efetivo aumento de riqueza da entidade

independentemente da movimentação financeira, chamada de *accrual* (Martinez, 2008; Lee & Vetter, 2015).

Em relação aos *accruals*, tem-se uma subdivisão dessa medida em uma fração não discricionária, derivada das ações naturais das empresas, e outra de caráter discricionário, referente às ações arbitrárias dos gestores no momento de escolhas contábeis, fato que a torna uma *proxy* de gerenciamento de resultados (Martinez, 2008). O uso dos *accruals* discricionários como medida de gerenciamento de resultados tem sido amplo na literatura acadêmica, conforme Jackson (2017). O recente estudo de Mota, Silva Filho, Oliveira e Paulo (2017), por exemplo, segue essa linha de argumentação e evidencia que, no Brasil, os *accruals* discricionários são utilizados para atingir os lucros esperados pelos analistas de mercado.

Assim, destacada a relevância do resultado econômico como fonte preditora do valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil e a possibilidade de manipulação de parte desse resultado por meio dos *accruals* discricionários pelos gestores, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relevância dos lucros na determinação do valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil considerando os efeitos do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários?** Analogamente, a pesquisa objetiva analisar a relevância dos lucros na determinação do valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil considerando os efeitos do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários.

A pesquisa é justificada em duas frentes. A primeira, prática, é a apresentação de um diagnóstico aos usuários externos de como os resultados das empresas – itens fundamentais para os investidores no cenário nacional (Takamatsu & Fávero, 2013) – ao estarem sendo modificados pelos gestores de forma despótica, têm modificada a sua capacidade de predição do valor de mercado das empresas. Isso está de acordo com Heltzer (2011), quando esta justifica a necessidade de pesquisas sobre gerenciamento de resultados em função de sua oferta de diagnósticos diretos dos efeitos na qualidade da informação contábil direcionada ao mercado.

A segunda, teórica, reside na lacuna de pesquisas acadêmicas acerca dos propósitos aqui dispostos, correlata ao vácuo literário apontado por Martins et al. (2016) quanto às evidências da relação entre a previsão de analistas e as práticas de gerenciamento de resultados. Destarte, há um suprimento acadêmico nesse sentido com os resultados obtidos, fato importante para as já consagradas linhas de pesquisa “*value relevance*” e “gerenciamento de resultados”.

2 Referencial Teórico e Desenvolvimento da Hipótese

Inúmeros são os estudos que buscaram (a ainda buscam) relacionar os números apresentados pela contabilidade com o mercado de capitais (Baboukardos & Rimmel, 2016; Mirza, Malek & Abdul-Hamid, 2019; Rachmawati, 2019), em especial visando explicar a formação do valor de mercado das empresas. Tais estudos são componentes da literatura chamada de “*value relevance*” (Holthausen & Watts, 2001). Em âmbito nacional podem ser mencionadas como exemplos de pesquisas recentes os estudos de Santos, Botinha e Lemes (2019), que analisa o conteúdo informacional da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) para os investidores, e Guia e Dantas (2020), que adentra a perspectiva de *value relevance* dos ativos fiscais diferidos no setor bancário.

Muito embora haja uma ampla gama de informações disponibilizadas pela contabilidade diante deste propósito, o lucro se destaca em termos de frequência de utilização nesse âmbito (Kothari, 2001), muito disso em função da propagação do modelo de Ohlson (1995), que trata o valor da firma como uma função linear do valor contábil e dos lucros anormais e que, de

acordo com Rezende (2005), se popularizou no ambiente acadêmico contábil diante do resgate do papel da contabilidade no campo das finanças.

Nessa esteira, vale ressaltar também a relevância do lucro perante os usuários externos, vide relatos de Fuji (2004) e Dichev et al. (2013). Em território nacional, o lucro parece ser a medida mais usual entre os investidores, fato que, por vezes, inclusive, os prejudica no processo de avaliação das empresas ao desconsiderarem outras relevantes informações contábeis (Takamatsu & Fávero, 2013), corroborando o perigo destacado previamente por Hendriksen e Van Breda (1992).

Também salientam Hendriksen e Van Breda (1992) que os lucros podem ser parcialmente distorcidos diante de escolhas contábeis arbitrárias dos gestores, trazendo consigo um potencial risco aos investidores. É justamente nesse escopo que reside o conceito de gerenciamento de resultados, definido por Healy e Wahlen (1999) como o fenômeno da manipulação dos resultados acerca do desempenho econômico da empresa por parte dos gestores mediante escolhas contábeis.

Ainda conforme Healy e Wahlen (1999), questões ligadas ao mercado de capitais tendem a ser um dos principais motivadores para a ocorrência de gerenciamento de resultados. Isso pode ser atestado, por exemplo, diante dos resultados da recente pesquisa de Santana, Santos, Carvalho Júnior e Martinez (2019) que, ao analisarem a associação temporal entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados em empresas do Brasil, sugerem que em resposta ao sentimento dos investidores, os gestores das empresas de capital aberto podem vir a gerenciar resultados por meio de *accruals*, influenciando a precificação das ações pelo mercado.

Ocorre que os *accruals* (parcela não-financeira do lucro), embora tenham o válido propósito de registrar o efetivo lucro econômico das entidades, também são passíveis de utilização pelos gestores para fins arbitrários, tornando-se, no elemento discricionário, uma *proxy* de gerenciamento de resultados (Martinez, 2008), como pode ser visto na Figura 1, na sequência. Corroboram este entendimento os profissionais da área financeira entrevistados por Dichev, Graham, Harvey e Rajgopal (2016), que apontaram os *accruals* como um dos principais meios para o gerenciamento de resultados.

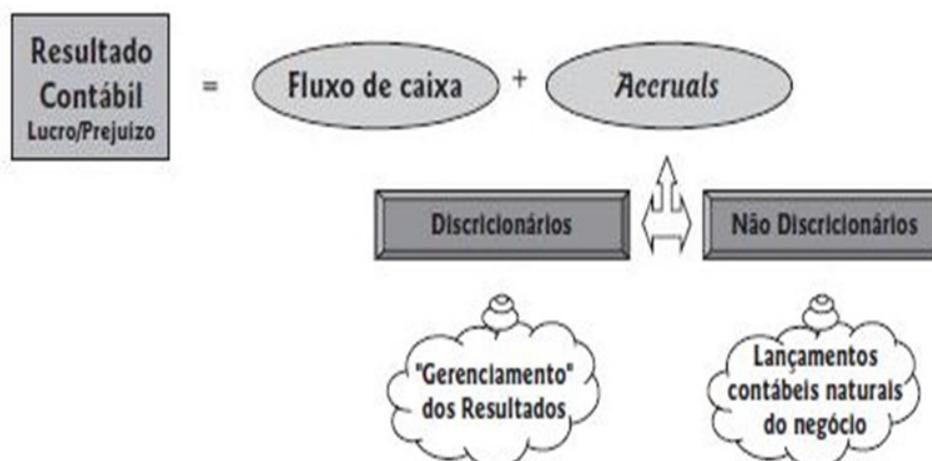


Figura 1 *Accruals* discricionários x não discricionários.

Fonte: Adaptado de Martinez (2008).

É mister ressaltar que nem toda prática de gerenciamento de resultados é dolosa, sendo factível a ocorrência de ações deste gênero com o intuito de apenas apresentar a visão individual do gestor acerca do futuro da entidade (Martins et al., 2016; Marçal & Macedo, 2019). Scott (2009), por exemplo, argumenta que dadas certas deficiências na regulação contábil, algumas medidas de gerenciamento de resultado seriam até mesmo benéficas para os usuários externos ao servirem de complemento a uma informação pouco relevante.

Para Dechow, Sloan e Sweeney (1996), isto faz parte da falta de consenso na literatura acerca das práticas de gerenciamento de resultados. As normas contábeis, diante de aspectos de subjetividade em certos casos, permitem aos gestores escolherem uma determinada opção em detrimento de outra, facultando, assim, a melhoria ou piora na qualidade da informação divulgada (Goncharov & Zimmermann, 2007).

Cabe destacar que esta gama de possibilidades ofertadas aos gestores foi ampliada diante da adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), conforme Chan, Lin e Mo (2010). Isto porque, segundo Schuchter e Levi (2016), a flexibilidade legal derivada da adoção das normas internacionais de contabilidade tende a racionalizar, em certo grau, as ações arbitrárias dos gestores, fato que explica, por exemplo, o avanço em termos absolutos de *accruals* discricionários após a adoção das IFRS (Van Tendeloo & Vanstraelen, 2005; Callao e Jarne, 2010; Cardoso et al., 2015; Boina & Macedo, 2018).

Mas, de acordo com Healy e Wahlen (1999), independentemente dos propósitos da ação (escuso ou não), quando os resultados são gerenciados, a percepção dos usuários externos acerca da real situação econômico-financeira das empresas é alterada. Diante deste exposto, é fiável esperar uma menor relevância do lucro na predição do valor de mercado de empresas de capital aberto quando esta medida abarca a parcela discricionária dos *accruals* (usual *proxy* de gerenciamento de resultados). Assim, foi elaborada a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: *Os resultados do exercício apresentados pelas empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]³, quando isolados do montante de accruals discricionários, possuem maior relevância na previsão do valor de mercado das referidas empresas.*

3 Procedimentos Metodológicos

A população da pesquisa remete às empresas não-financeiras listadas na [B]³ entre 2013 e 2018. Foi adotado o critério do ativo de maior liquidez no mercado no momento da coleta visando considerar apenas um ativo financeiro por empresa em casos onde houvessem mais de um ativo disponível.

A coleta dos dados utilizados na pesquisa, quais sejam: Valor de Mercado (VM); Lucro Líquido (LL); Fluxo de Caixa (FLXC); Patrimônio Líquido (PL); Ativo Total (AT); Receita Operacional Líquida (ROL); Contas a Receber (CR); e Imobilizado (IMOB), se deu diante da plataforma Economática[®].

Foram obtidas 1266 observações válidas referentes a 211 diferentes empresas durante esse processo que, por sua vez, denotam um painel de dados plenamente balanceado, adequado para a realização de inferências que considerem o acompanhamento cronológico dos dados (Gujarati & Porter, 2011).

O primeiro procedimento adotado após a coleta dos dados foi a obtenção dos *Accruals* Totais (ACCT). Como o intervalo cronológico adotado para esta pesquisa é posterior à adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), foi possível realizar tal procedimento

diante do valor reportado na Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), conforme explicaram Takamatsu e Fávero (2013):

$$\text{ACCT} = \text{LL} - \text{FLXC} \quad (1)$$

Esta forma de estimação dos *accruals* totais é a mais consistente, segundo Hribar e Collins (2002), por reduzir a probabilidade de erros de mensuração típicos da chamada “abordagem dos balanços”.

Na sequência, a variável ACCT foi segregada em: (I) *Accruals* Não Discricionários (ACCND); e (II) *Accruals* Discricionários (ACCD). Este processo foi feito diante do modelo de Dechow, Hutton, Kim e Sloan (2012), destacado na Equação 2, a seguir.

$$\text{ACCT}_t = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{\text{AT}_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta \text{ROL}_t - \Delta \text{CR}_t) + \beta_3 \text{IMOB}_t + \beta_4 \text{ACCT}_{t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

- t é o período em questão;
- ACCT são os *accruals* totais;
- AT é o ativo total;
- CR é o saldo de contas a receber;
- IMOB é o saldo do ativo imobilizado;
- ROL é a receita operacional líquida;
- α é o intercepto;
- $\beta_{1,2,3,4}$ são os coeficientes angulares;
- ε é o termo de erro estocástico.

De acordo com o modelo original, o segundo e o terceiro regressor devem ser ponderados pelo ativo total defasado (t-1), enquanto o último deve ser ponderado pelo ativo total defasado em dois anos (t-2), sendo o termo de erro aleatório da regressão a representação dos *accruals* discricionários.

Por se tratar de uma medida não observável, a estimação dos *accruals* discricionários é considerada deveras complexa (Lee & Vetter, 2015) e, seja qual for o modelo utilizado para este fim, sempre haverá algum tipo de limitação nesse processo (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995). Visando mitigar este entrave, optou-se pela utilização do modelo de Dechow et al. (2012) – a exemplo do que foi feito por Martins et al. (2016) – em função da adição do intercepto e dos *accruals* defasados ao modelo de Jones Modificado, sendo este o mais comum nas pesquisas de gerenciamento de resultados (Dechow et al., 2012) e definido como apropriado até os dias atuais por Consoni, Colauto e Lima (2017).

Enquanto a inclusão do intercepto corrige o enviesamento dos coeficientes e adequa o poder de explicação (R^2) do modelo de Jones Modificado (Paulo, 2007), a adição dos *accruals* defasados permite capturar o efeito de reversão dos *accruals* no período corrente (Martins et al., 2016).

Frente ao objetivo proposto nessa pesquisa, foi gerada também uma variável que isola a variável ACCD do resultado agregado. Este novo componente foi denominado de Lucro Líquido Efetivo (LLE), vide Equação 3.

$$\text{LLE} = \text{LL} - |\text{ACCD}| \quad (3)$$

A variável ACCD, na Equação 3, foi tratada em sua função modular pois o interesse da pesquisa reside nas práticas de gerenciamento de resultado em termos de intensidade, sendo indiferentes os propósitos da ação (inflar ou reduzir o resultado corrente da empresa).

Para verificar a relevância dos lucros foi adotado o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), assim como fez Rezende (2005). A escolha se deve ao fato de que tal modelo deriva diretamente do modelo de Ohlson (1995) – utilizado em larga escala nas pesquisas de *value relevance* – tendo como diferença a exclusão da taxa de desconto nos lucros. Tal exclusão simplifica os procedimentos de coleta e tratamento de dados em pesquisas contábeis. De acordo com Collins et al. (1997), assume-se que:

$$VM = \alpha + \beta_1 PL + \beta_2 LL + \varepsilon \quad (4)$$

Embora esta pesquisa tenha foco no lucro (e em seu possível gerenciamento), a variável PL foi mantida com a função de controle do risco de endogeneidade por erro de especificação.

O referido modelo foi estimado diante de uma abordagem com dados em painel e, na sequência, o mesmo procedimento foi realizado, substituindo, porém, a variável LL pela variável LLE, ou seja:

$$VM = \alpha + \beta_1 PL + \beta_2 LLE + \varepsilon \quad (5)$$

Todas as variáveis elencadas nas Equações 4 e 5 foram *winsorizadas* para o devido tratamento de valores extremos (*outliers*), sendo este procedimento sustentado por Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009). A aparagem foi feita considerando 5% de cada cauda do conjunto amostral.

Ainda que Barth et al. (2001) tenham sugerido a manutenção dos prejuízos e dos passivos a descoberto nas pesquisas de *value relevance*, os autores explicam que na literatura é comum a eliminação de dados nessas condições. Desta forma, como proposta de análise de sensibilidade, foram eliminadas 163 observações em função do patrimônio líquido (a descoberto) e 757 observações em função do resultado (prejuízos) para uma verificação de consistência (ou não) dos resultados iniciais diante desta condição.

Nessa esteira, os dados passaram a ser tratados em corte transversal (*pooled*) por inexistir o balanceamento do painel. Considerando essa perda de robustez nas análises diante da falta de controle da heterogeneidade dos dados e da redução do tamanho da amostra, optou-se por uma estimação via Mínimos Desvios Absolutos (MDA), uma vez que, de acordo com Ohlson e Kim (2015), tal estimação, por se valer da mediana e não da média como parâmetro, apresenta resultados mais confiáveis em relação às estimações por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) quando há influência de *outliers* e/ou resíduos heterocedásticos, fatos corriqueiros em pesquisas contábeis (Duarte, Girão & Paulo, 2017).

Assim, os modelos de análise de sensibilidade dispostos foram:

$$Q_{\tau}(VM|x) = \alpha(\tau) + \beta_1(\tau) PL + \beta_2(\tau) LL + \varepsilon \quad (6)$$

$$Q_{\tau}(VM|x) = \alpha(\tau) + \beta_1(\tau) PL + \beta_2(\tau) LLE + \varepsilon \quad (7)$$

Em que:

Q é a função quantil condicional;

τ é o quantil-parâmetro da regressão, nesse caso representado pela mediana, ou seja, 0,5; x é a matriz de regressores.

As regressões quantílicas, a exemplo das regressões estimadas por MDA, se tratam de técnica semi-paramétrica, ou seja, não há suposições prévias acerca de parâmetros a serem assumidos pelo conjunto de dados. Já as Equações 4 e 5, estimadas com dados em painel, exigem alguns parâmetros para que não haja a ocorrência de equívocos inferenciais. Nesse sentido, para tais modelos, foram feitos testes de normalidade dos resíduos, homocedasticidade dos resíduos e multicolinearidade entre os regressores.

Dado o tamanho da amostra e consoante o Teorema do Limite Central, a normalidade dos resíduos, quando violada, pôde ser relaxada (Gujarati & Porter, 2011). Já na ocorrência de heterocedasticidade entre os resíduos, foi adotada a correção robusta de White nos erros-padrão (Fávero et al. 2009; Gujarati & Porter, 2011). Por fim, foi estabelecido um limite de 10 unidades para o Fator de Inflação da Variância (FIV), respeitando o exposto de Gujarati & Porter (2011), como medida de aceite de colinearidade entre as variáveis de estímulo.

Todos os testes estatísticos, bem como o cálculo das regressões, foram realizados com o auxílio do *software* STATA[®].

4 Resultados e Análises

Em primeira instância dessa seção são apresentados os resultados do percurso feito no processo de extração da variável ACCD diante do termo de erro estocástico da Equação 2, que representa o modelo de Dechow et al. (2012). Inicialmente foi verificada qual seria a melhor abordagem a ser adotada (*pooled* x efeitos fixos x efeitos aleatórios) considerando os testes mencionados por Fávero et al. (2009) como adequados para tal função.

Tabela 1

Abordagem dos dados em Painel – Equação 2

Teste	F / χ^2	p-valor
Chow	0,72	0,9984
Hausman	0,05	0,9975
Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan	0,00	1,0000

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 1 sugerem a utilização da abordagem *pooled*, uma vez que as hipóteses nulas de todos os testes não foram rejeitadas. Dessa forma, a Tabela 2 reporta os resultados da referida abordagem.

Tabela 2*Equação 2 – Modelo de Dechow et al. (2012)*

Painel A					
ACCT _{i,t}	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-valor	VIF
(1/AT _{i,t-1})	-2,32e+08	5,89e+07	-3,94	0,000***	1,05
($\Delta ROL_{i,t} - \Delta CR_{i,t}$)/AT _{i,t-1}	-354737,7	183029,9	-1,94	0,053*	1,05
(IMOB _{i,t} /AT _{i,t-1})	-475024,4	52666,8	-0,90	0,367	1,01
(ACCT _{i,t} / AT _{i,t-2})	24,20739	136,6326	0,18	0,859	1,01
Intercepto	307503,7	69118,45	4,45	0,000***	-

Painel B			
R ²	0,0020	Nº de observações	1266
F	140,45	p-valor (F)	0,000***

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; ***significa um nível de confiança de 99%. VIF = *Variation Inflation Factor*.

Fonte: dados da pesquisa.

O modelo apresentou ausência de normalidade e homocedasticidade para os resíduos conforme os testes de Jarque-Bera e Breusch-Pagan, respectivamente. Por outro lado, não há indícios de graves problemas de colinearidade entre os regressores com base nos VIF's (< 10).

De uma forma geral, o modelo é válido em termos estatísticos considerando um nível de confiança de 99%, mas o poder de explicação geral (R²) é baixo (cerca de 0,2%). Isso decorre da insignificância estatística de dois regressores (betas 3 e 4).

A não significância do terceiro beta, referente ao ativo imobilizado, contraria Paulo (2007), quando este espera uma influência negativa dessa variável na formação dos *accruals* totais em função da apropriação das despesas de depreciação. Já o quarto beta sugere que ocorreu a reversão dos *accruals* ao longo dos exercícios observados.

O primeiro beta, por sua vez, segue o resultado obtido por Martinez e Leal (2019) ao apresentar significância (a 99% de confiança) e um sinal negativo, indicando a redução de ACCT em relação ao tamanho do inverso do ativo anterior. Já o segundo beta, que remete à subtração da variação do contas a receber na variação da receita operacional líquida, apresenta significância apenas a um nível de confiança de 90%, assim como foi percebido por Marçal e Macedo (2019), muito embora os sinais sejam distintos.

Extraídos os resíduos da Equação 2, que representam a variável ACCD (Dechow et al., 2012), foram iniciados os procedimentos para o cálculo das Equações 4 e 5. Antes disso, contudo, são apresentadas na sequência as estatísticas descritivas das variáveis que compõem tais equações.

Tabela 3*Estatísticas descritivas*

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
VM	4174021	1258385	32895,48	178163245,40	5801449
PL	2434063	1152693	-65964	9368889	3045771
LL	175268,70	46737,50	-257254	937419	351116,40
LLE	-328678,30	-197664,90	-1693340	536372,90	626258

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se a partir da Tabela 3 que embora as variáveis tenham sido *winsorizadas*, há uma elevada dispersão para todos os casos, fato evidenciado pelo desvio-padrão e corroborado pela

distância entre a média e a mediana das variáveis. Nesse sentido, faz-se pertinente o uso das estimativas por Mínimos Desvios Absolutos (Equações 6 e 7) como medidas de sensibilidade para o conjunto de dados, já que a mediana, usada como parâmetro nestes casos, é menos sensível aos valores extremos (Ohlson & Kim, 2015). A Tabela 4, por sua vez, aponta os testes de abordagem para ambas as equações, 4 e 5.

Tabela 4

Abordagem dos dados em Painel – Equações 4 e 5

Teste	Equação	F / χ^2	p-valor
Chow		39,47	0,000***
Hausman	4	244,82	0,000***
Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan		1701,83	0,000***
Chow		29,99	0,000***
Hausman	5	32,58	0,000***
Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan		1984,03	0,000***

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; ***significa um nível de confiança de 99%.

Fonte: dados da pesquisa.

Diferentemente do ocorrido na Equação 2, para as Equações 4 e 5, todos os testes de escolha de abordagem tiveram suas hipóteses nulas rejeitadas. Com isso, a abordagem dos efeitos fixos surge como a mais adequada para ambas as equações.

Para este tipo de abordagem, o teste mais adequado para a verificação da homocedasticidade dos resíduos é o teste de Wald Modificado (Green, 2000). Este teste foi aplicado nas Equações 4 e 5 e, em ambos os casos, foi rejeitada a hipótese nula, sugerindo heterocedasticidade entre os resíduos. Paralelo a isso, o teste de Jarque-Bera, nessas equações, também apontou rejeição das H0, apontando tendência não normal no comportamento dos resíduos da regressão. Não obstante, o teste de Wooldridge para verificação de autocorrelação serial de primeira ordem (Drukker, 2003) também sugeriu indícios de entraves nesse quesito para as duas equações. Isso foi tratado diante da *clusterização* nas unidades identificadoras, conforme destaca Hoechle (2007).

Feitas as correções necessárias para a ausência de comportamento Gaussiano e a heterocedasticidade dos resíduos, conforme descrito na seção de metodologia, a Equação 4 tem-se os seguintes resultados:

Tabela 5*Equação 4 – Modelo de Collins et al. (1997)*

Painel A					
VM _{i,t}	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-valor	VIF
PL _{i,t}	-0,1863141	0,5018761	-0,37	0,711	1,01
LL _{i,t}	2,252816	0,5197859	4,33	0,000***	1,01
Intercepto	8563714	2630681	3,26	0,001***	-

Painel B			
Nº de grupos	211	Nº de observações	1266
R ² Overall	0,0079	R ² Within	0,4823
F	27,49	p-valor (F)	0,000***

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; ***significa um nível de confiança de 99%. VIF = *Variation Inflation Factor*.

Fonte: dados da pesquisa.

O modelo apresentado na Tabela 5 não apresenta problemas de multicolinearidade e é estatisticamente significativo a um nível de confiança de 99%. Considerando as unidades do painel, o poder de explicação do modelo gira em torno de 48%.

Os coeficientes, no entanto, são díspares em termos de significância. Enquanto o PL, assumido nessa pesquisa como variável de controle, não apresenta significância estatística, o lucro líquido denota tal característica, apresentando sinal positivo. Especificamente, tem-se que para a presente amostra, o avanço em uma unidade de LL sugere um avanço de aproximadamente 2,25 unidades em VM.

A recente pesquisa de Santos, Guimarães e Macedo (2019), ao utilizar o modelo de Collins et al. (1997) com dados de empresas da [B]³ aponta significância tanto para PL como para LL, ambos com sinal positivo. Segundo estes autores, este seria o resultado obtido nas tradicionais pesquisas de *value relevance*. A possível explicação para este distinto resultado reside na inclusão de outras variáveis na referida pesquisa, que tinha como foco a agressividade tributária. Ademais, o conjunto de dados não é o mesmo, o que torna possível uma diferença de resultados em função da seleção amostral.

Esclarecida essa questão, foi regredida a Equação 5, conforme descrito na sequência.

Tabela 6*Equação 5 – Modelo de Collins et al. (1997) adaptado com a variável LLE*

Painel A					
VM _{i,t}	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-valor	VIF
PL _{i,t}	0,3372348	0,4821015	0,70	0,485	1,00
LLE _{i,t}	0,7505084	0,4455269	1,68	0,094*	1,00
Intercepto	6781312	2803970	2,42	0,016**	-

Painel B			
Nº de grupos	211	Nº de observações	1266
R ² Overall	0,5664	R ² Within	0,1957
F	3,30	p-valor (F)	0,038**

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; ***significa um nível de confiança de 99%. VIF = *Variation Inflation Factor*.

Fonte: dados da pesquisa.

Semelhante ao caso da Tabela 5, o modelo disposto na Tabela 6 é isento de elevados índices de colinearidade entre as variáveis de estímulo, contudo, somente a um nível de 5% de significância o modelo apresenta fiabilidade estatística. O poder de explicação, dada a abordagem de efeitos fixos (R^2 *within*), é inferior ao obtido na Equação 4, sugerindo menor capacidade preditiva quando é substituída a variável LL por LLE.

Este resultado contraria o que era esperado na pesquisa e pode ser corroborado diante da magnitude dos coeficientes de LL ($\cong 2,25$) e LLE ($\cong 0,75$). Ou seja, o lucro líquido, quando isolado da parcela discricionária dos *accruals* (ACCD), tem menor influência na formação do valor de mercado em comparação ao lucro líquido original. Destaca-se também a significância a apenas 90% de confiança para LLE, ao passo que, para LL, este nível é de 99%. Tal resultado aponta para a rejeição da H1 proposta nessa pesquisa.

Este achado está de acordo com a argumentação de Scott (2009) de que, em certos casos, o gerenciamento pode até mesmo beneficiar os usuários externos. Isso é explicado diante da perspectiva informacional do gerenciamento de resultados (Paulo, 2007), onde os gestores não objetivam ludibriar o mercado, mas sim apresentar uma noção particular acerca do desempenho da firma diante de escolhas contábeis legais. Estudos nacionais recentes destacam esta questão de forma teórica e empírica, vide Martins et al. (2016) e Marçal e Macedo (2019).

O resultado também deve ser interpretado com algumas ressalvas quando consideradas as disposições da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) de Fama (1970). Na forma de eficiência semiforte, por exemplo, o mercado nacional estaria apenas refletindo nos preços dos ativos disponíveis o valor do resultado reportado pelas empresas e, se tal valor, quando gerenciado, é compreendido como benéfico, não há qualquer tipo de problema. Esta forma foi destacada como presente no cenário brasileiro por Batista, Maia e Romero (2018).

Contudo, diante de um cenário de eficiência forte, o mercado deveria ser capaz de interpretar mesmo as informações não divulgadas (privadas ou monopolizadas por alguns indivíduos), nessa esteira, cabe refletir: será que o mercado está validando os resultados gerenciados ou essas ações não estão sendo percebidas? Considerando as evidências de que o mercado acionário brasileiro apresenta características de assimetria informacional (Martins & Paulo, 2016) e que mercados não devem ser interpretados de forma alguma com eficiência absoluta (Campbell, Lo & MacKinlay, 1997), essa questão merece ser melhor elucidada por pesquisas posteriores.

Destaca-se também que, de igual forma ao ocorrido com a Equação 4, a variável PL não apresenta significância estatística, contrariando a literatura acerca do tema.

Iniciando a etapa de análise de sensibilidade, conforme mencionado previamente, as Equações 6 e 7, dispostas na Tabela 7, a seguir, diagnosticam os resultados (via MDA) das Equações 4 e 5 considerando apenas valores não negativos.

Tabela 7
Equações 6 e 7 – Análise de sensibilidade

Painel A					
$VM_{i,t}$	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-valor	VIF
$PL_{i,t}$	0,5163231	0,0131235	39,34	0,000***	2,87
$LL_{i,t}$	6,736443	0,1124278	59,92	0,000***	2,87
Intercepto	622652,6	256871	2,42	0,016**	-
Painel B					
Pseudo R²	0,4524	Nº de observações	346		
Painel C					
$VM_{i,t}$	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-valor	VIF
$PL_{i,t}$	0,5104028	0,1036755	4,92	0,000***	2,92
$LLE_{i,t}$	6,47259	0,9404544	6,88	0,000***	2,92
Intercepto	8411631	2038524	4,13	0,000***	-
Painel D					
Pseudo R²	0,4445	Nº de observações	346		

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; ***significa um nível de confiança de 99%. VIF = *Variation Inflation Factor*.

Fonte: dados da pesquisa.

Diante da Tabela 7, é possível inferir, uma vez mais, que o modelo que substitui a variável LL por LLE apresenta menor poder explicativo quando comparado ao modelo original, vide redução do Pseudo R² do Painel A para o Painel C.

Correlato a isso está a também redução do coeficiente do lucro líquido (LL) em comparação ao lucro líquido sem a parcela de gerenciamento de resultados (LLE). Embora tal redução seja ínfima (cerca de 0,26 unidades), ela corrobora a argumentação do gerenciamento de resultados de caráter informacional, sustentada empiricamente com os resultados das Equações 4 e 5. Destarte, tem-se uma consistência ainda maior para não aceitar a H1 da pesquisa.

E, quanto à variável de controle PL, ela se torna significativa (com sinal positivo) a um nível de confiança de 99%, seguindo o resultado de Santos et al. (2019) e das demais pesquisas de relevância da informação contábil. Essa mudança decorre, a princípio, da exclusão dos valores negativos, ou seja, dos passivos a descoberto. Tal exclusão contraria a sugestão de Barth et al. (2001) e pode indicar que, no mercado de capitais do Brasil, entidades com passivo a descoberto, ainda que não se beneficiem dos ganhos de um PL positivo na formação do valor de mercado, não sofrem os reflexos negativos no sentido contrário.

5 Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo analisar a relevância dos lucros na determinação do valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil considerando os efeitos do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários. Isto foi posto em função da inerente relevância dos lucros para os investidores (Kothari, 2001; Takamatsu & Fávero, 2013) e da possibilidade de distorção desta medida em função de ações arbitrárias dos gestores (Healy & Wahlen, 1999).

Foram analisados os dados de 211 diferentes empresas listadas na [B]³ entre 2013 e 2018 no intuito de responder o objetivo da pesquisa. Em suma, a proposta metodológica foi de isolar

a parcela de *accruals* discricionários dos resultados (considerando valores modulares) para identificar seus impactos na relevância da informação contábil.

A crença de que resultados não gerenciados tenderiam a apresentar maior poder preditivo frente à formação do valor de mercado das empresas (formulada como H1 na pesquisa) não se fez pertinente ao longo da análise dos resultados. Em verdade, os resultados demonstraram um efeito inverso, ou seja, os resultados em sua forma integral (considerando os *accruals* discricionários) denotaram mais poder informacional que os resultados sem a *proxy* de gerenciamento de resultados. Tal resultado está de acordo com relatos empíricos de recentes pesquisas nacionais (Martins et al., 2016; Marçal & Macedo, 2019).

Cabe destacar que, considerando o exposto de Barth et al. (2001), foi adotada como análise de sensibilidade a exclusão de valores negativos para o lucro líquido e para o patrimônio líquido. Este procedimento reforçou as considerações iniciais obtidas na análise dos resultados, corroborando para a rejeição da H1.

Os resultados deste estudo contribuem ao suprir a lacuna teórica que adentra a relação de gerenciamento de resultados e relevância da informação contábil, similar ao que fora apontado por Martins et al. (2016), e, paralelamente, indica ao mercado (usuários externos em geral), que a arbitrariedade em certas escolhas contábeis dos gestores, ainda que seja uma desvirtuação da realidade (Healy & Wahlen, 1999), tende a melhorar o poder informacional dos lucros quando a questão em voga são os valores de mercado das firmas.

Como limitações de pesquisa, tem-se a inerente imperfeição de todo e qualquer modelo de gerenciamento de resultados (Dechow et al., 1995), que, no caso da presente pesquisa, pode indicar resultados únicos em função do modelo aqui escolhido; além da possibilidade de problemas de endogeneidade diante da omissão de factíveis variáveis relevantes, dado que foi considerado como base o modelo original de Collins et al. (1997).

Assim, pesquisas posteriores poderiam valer-se de distintos modelos de gerenciamento de resultados para a aferição de objetivos correlatos, considerando, adicionalmente, variáveis de estímulo que possam vir a ser determinantes para o valor de mercado das entidades no cenário nacional.

Referências

- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2016). Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 437-452.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting research*, 6(2), 159-178.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104.
- Batista, A. R. A., Maia, U., & Romero, A. (2018). Stock market under the 2016 Brazilian presidential impeachment: a test in the semi-strong form of the efficient market hypothesis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 405-417.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.

- Boina, T. M., & Macedo, M. A. S. (2018). Capacidade preditiva de accruals antes e após as IFRS no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 375-389.
- Callao, S., & Jarne, J. I. (2010). Have IFRS affected earnings management in the European Union? *Accounting in Europe*, 7(2), 159-189.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Cardoso, R. L., Souza, F. S. R. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da Adoção do IFRS na Acumulação Discricionária e na Pesquisa em Gerenciamento de Resultados no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 65-84.
- Chan, K. H., Lin, K. Z., & Mo, P. L. (2010). Will a departure from tax-based accounting encourage tax noncompliance? Archival evidence from a transition economy. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 58-73.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 39-67.
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dichev, I. D., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings Quality: Evidence from the Field. *Journal of Accounting and Economics*. 56(2-3), 1-232.
- Dichev, I. D., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2016). The misrepresentation of earnings. *Financial Analysts Journal*, 72(1), 22-35.
- Drukker, D. M. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The stata journal*, 3(2), 168-177.
- Duarte, F. C. L., Girão, L. F. A. P., & Paulo, E. (2017). Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar? *Revista de Administração Contemporânea*, 21(spe), 110-134.
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., Silva, F. L. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fuji, A. H. (2004). O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(36), 74-86.
- Greene, W. (2000). *Econometric Analysis*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall.

- Goncharov, I., & Zimmermann, J. (2006). Do accounting standards influence the level of earnings management? Evidence from Germany. *Die Unternehmung: Swiss Journal of Business Research and Practice*, 61(1), 371-388.
- Guia, L. D., & Dantas, J. A. (2020). Value relevance dos ativos fiscais diferidos na indústria bancária brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 33-49.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Basic econometrics*. Boston, Mass: McGraw-Hill.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Heltzer, W. (2011). The asymmetric relationship between corporate environmental responsibility and earnings management. *Managerial Auditing Journal*, 26(1), 65-88.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1992). *Accounting Theory*, Homewood, IL: Irwin.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The stata journal*, 7(3), 281-312.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3-75.
- Homero Junior, P. F. (2017). Paradigma e Ordem do Discurso da Pesquisa Contábil Brasileira. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(1), 39-53.
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134.
- Jackson, A. B. (2017). Discretionary Accruals: Earnings Management... or Not? *Abacus*, 54(2), 136-153.
- Kothari, S. P. (2001). Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.
- Lee, B. B., & Vetter, W. (2015). Critical Evaluation of Accrual Models in Earnings Management Studies. *Journal of Accounting and Finance*, 15(1), 62-72.
- Marçal, R. R., & Macedo, M. A. S. (2019). Análise da persistência do lucro diante dos *accruals* discricionários: Um estudo com base no impacto da adoção das IFRS. *Contextus: Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 17(2), 129-159.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2016). Efeitos crise e divulgação sobre a assimetria de informação no mercado acionário brasileiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 27(2), 113-133.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73-90.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando Earnings management no Brasil: Estimando os *accruals* discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17.
- Martinez, A. L., & Leal, L. V. (2019). Conformidade contábil-fiscal e gerenciamento de resultados contábeis no Brasil. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 18(1), 9-30.

- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: Evidence from Malaysia. *Global Business Management Review*, 10(2), 1940.
- Mota, R H. G., Silva Filho, A. C. C., Oliveira, A. F., & Paulo, E. (2017). Previsão de lucro e gerenciamento de resultados: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 6-26.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Ohlson, J. A., & Kim, S. (2015). Linear Valuation Without OLS: The Theil-Sen Estimation Approach. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 395-435.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* (Tese de Doutorado), Universidade de São Paulo.
- Rachmawati, S. (2019). Company Size Moderates the Effect of Real Earning Management and Accrual Earning Management on Value Relevance. *Ethics: Journal of Economics*, 18(1), 133-142.
- Rezende, A. J. (2005). A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas da nova e velha economia-uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro e patrimônio líquido. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 33-52.
- Schuchter, A., & Levi, M. (2016). The fraud triangle revisited. *Security Journal*, 29(2), 107-121.
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory*. Toronto, Ont: Pearson Prentice Hall.
- Santana, C. V. S., Santos, L. P. G., Carvalho Júnior, C. V. O., & Martinez, A. L. (2019). Sentimento do investidor e gerenciamento de resultados no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, (Ahead of print).
- Santos, A. A., Botinha, R. A., & Lemes, S. (2019). Análise da value relevance da demonstração do valor adicionado nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 18, 1-16.
- Santos, D. C., Guimarães, G. O. M., & Macedo, M. A. S. (2019). Gerenciamento Tributário e Qualidade da Informação Contábil: Análise do Impacto da Agressividade Tributária na Capacidade Informacional do Lucro para o Mercado Brasileiro de Capitais. *Pensar Contábil*, 21(74), 3-10.
- Takamatsu, R. T., & Fávero, L. P. (2013). Accruals, Persistence of Profits and Stock Returns in Brazilian Public Companies. *Modern Economy*, 4(2), 109-118.
- Van Tendeloo, B., & Vanstraelen, A. (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *European Accounting Review*, 14(1), 155-180.