
EARNINGS QUALITY: ANÁLISE EMPÍRICA DOS ACCRUALS CONTÁBEIS APLICADA AO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

EARNINGS QUALITY: EMPIRICAL ANALYSIS OF ACCOUNTING ACCRUALS APPLIED TO THE BRAZILIAN STOCK MARKET

Isabel Cristina Henriques Sales

Mestranda do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB e UFRN); MBA em administração financeira e mercado de capitais pela Fundação Getúlio Vargas; Contadora da Eletrobrás-Eletronorte. Filiação: Universidade de Brasília (UnB) - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação – FACE.

Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro, Prédio da FACE, Salas B1-02.

CEP: 70910-900 – Brasília – DF

E-mail: isabel.sales@gmail.com

Pedro Henrique Duarte Oliveira

Mestre em Ciências Contábeis - Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB e UFRN);

Filiação: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais Unidade IBMEC Brasília (DF)

Endereço: SBS Quadra 1 lote 32 bloco C. Banco do Brasil; Edifício Sede III 3º andar – Contadoria.

CEP 70073-901 – Brasília-DF

E-mail: pedroduarte@bb.com.br

Luciana Miyuki Ikuno

Mestranda do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB e UFRN)

Filiação: Universidade de Brasília (UnB) - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação – FACE.

Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro, Prédio da FACE, Salas B1-02.

CEP: 70910-900 – Brasília – DF

E-mail: luciana.miyuki@gmail.com

Rodrigo Fontenelle de Araújo Miranda

Mestrando do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB e UFRN); especialista em finanças pelo Ibmec; analista de finanças e controle da Controladoria Geral da União;

Filiação: Universidade de Brasília (UnB) - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação – FACE.

Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro, Prédio da FACE, Salas B1-02.

CEP: 70910-900 – Brasília – DF

E-mail: rodrigofonte@hotmail.com

Jomar Miranda Rodrigues

Mestre em Ciências Contábeis - Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB e UFRN); Doutorando do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB e UFRN);

Filiação: Universidade de Brasília (UnB) - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação – FACE.

Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro, Prédio da FACE, Salas B1-02.

CEP: 70910-900 – Brasília – DF

E-mail: jomar@unb.br

Recebido: 18/07/2011 Aprovado: 15/06/2012

Publicado: 27/06/2012

RESUMO

O lucro é utilizado como fonte principal dos usuários de informações contábeis. Assim, a qualidade do lucro tem relevância no cenário nacional, principalmente no auxílio ao processo decisório. Nesse sentido, o artigo busca verificar a relação entre os níveis de *accruals* (*proxy* para qualidade do lucro) e fluxos de caixa de empresas brasileiras, baseando-se na premissa de que maiores *accruals* acompanhados por maiores lucros sugerem baixa qualidade dos mesmos. Para isso, foi utilizada estatística descritiva e regressão linear simples. Os resultados indicam que os aumentos nos lucros, acompanhados de aumentos nos *accruals* sugerem baixa *earnings quality*. Foi observado, ainda, que empresas com grandes *accruals* apresentam uma relação inversa com os fluxos de caixas e, também, lucros elevados. Esses resultados sugerem que os valores podem estar sendo influenciados por manipulação dos componentes discricionários dos *accruals*.

Palavras-chave: Qualidade do lucro; Accruals; Fluxo de caixa.

ABSTRACT

Profit is used as the main source for the users of financial information. Thus, earnings quality is important on the national scene, especially in aid making. This research aims to verify the relationship between the levels of accruals (a proxy for earnings quality) and cash flows of Brazilian companies, in the assumption that higher accruals accompanied by higher profits suggest low quality. Therefore, descriptive statistics and classical linear regression model was applied. The results indicate that increases in profits, accompanied by increases in accruals suggest low earnings quality. It was also found that companies with large accruals have an inverse relationship with the cash flows and high profits. These results suggest that the values may be being influenced by manipulation of accrual's discretionary components.

Keywords: Earnings quality; Accruals; Cash Flow.

1. INTRODUÇÃO

O lucro contábil é uma das informações mais utilizadas para avaliar o desempenho de uma empresa. Coelho e Lima (2010) destacam que a qualidade do lucro é importante na medida em que a informação é fiel a realidade da empresa de forma a não induzir transferências não intencionadas de riqueza. Lustosa et al. (2010, p.46) acrescenta que o lucro com qualidade é aquele que “representa *ex ante* as expectativas de fluxos de caixa futuros das decisões que os gestores tomam no presente”.

Penman e Zhang (1999) explanam que a qualidade do lucro é uma idéia vaga e tem sido utilizada em pesquisas científicas com significados distintos. Em seu trabalho os autores optaram pelo seguinte conceito: os lucros evidenciados pelas empresas terão boa qualidade se forem bons indicadores dos lucros futuros. Tal premissa será adotada na presente pesquisa.

Nesse ambiente, os *accruals* contábeis ganharam atenção como um respeitável indicador da qualidade do lucro, ou *earnings quality*. Conforme Colauto e Beuren (2006) a partir do lucro ou prejuízo do período é possível identificar os componentes que o alteram, porém não influenciam imediatamente o caixa do período. Esses são os *accruals* contábeis, presentes tanto em operações correntes quanto não correntes, interferindo na variação do capital circulante líquido e nos recursos financeiros gerados pelas atividades operacionais.

Os *accruals*, segundo Chan *et al.* (2001), representam a diferença entre o lucro contábil e o fluxo de caixa operacional da empresa. Lustosa et al. (2010) destacam que o lucro contábil pode ser segregado em fluxo de caixa das operações e alocações feitas ao lucro que ainda não se converteram em dinheiro no período atual (*accruals*). Assim sendo, *accruals* com grandes magnitudes relativas refletem uma grande diferença entre o lucro contábil e o caixa gerado. Logo, acredita-se que *accruals* altos acompanhados por lucros altos sugerem baixa qualidade do lucro, além de retornos acionários futuros baixos.

Conforme Lamounier e Nogueira (2005) para que possam escolher entre as várias alternativas de investimentos é importante que gestores de carteiras de ativos, analistas de investimentos e demais participantes do mercado de capitais tenham a capacidade de definir o que poderá acontecer futuramente nos diversos mercados e nas empresas que deles participam. Lopes (2002, p.7) acrescenta que “o mercado financeiro, de forma geral, é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimento, etc.”.

Destarte, Chan *et al.* (2001) realizaram uma pesquisa nos Estados Unidos que chegou à conclusão de que os *accruals* do mercado de capitais norte-americano são negativamente relacionados aos retornos futuros das ações. Ademais, aumentos nos lucros que são acompanhados por *accruals* altos, sugerindo lucros com baixa qualidade, são associados a baixos retornos futuros. Utilizaram-se os retornos acionários tendo em vista que informações sobre o fato de que uma empresa falhou em alcançar os lucros esperados podem afetar imediatamente o preço de suas ações. Por outro lado, as que superam as expectativas são recompensadas pelos investidores.

Algumas variáveis influenciam o nível de *accruals*. Chan *et al.* (2001) dão como exemplo as mudanças no capital de giro, que tende a aumentar com as vendas. Nesse caso o alto nível de *accruals* pode refletir um forte passado em vendas. Os autores afirmam, ainda, que os componentes dos *accruals* contêm informações sobre a *performance* operacional, mas o mercado reage lentamente a isso. Esses componentes, – tais quais mudanças em estoques, recebíveis e fornecedores, são habitualmente utilizados por analistas de ações como indicadores das condições do negócio. O aumento de estoques, por exemplo, pode sugerir dificuldades de vendas ou superprodução. Um aumento similar em fornecedores pode indicar problemas com pagamento de dívidas, que pode ser consequência de receitas de vendas insuficientes ou dificuldades de crédito

Segundo Bernard e Thomas (1989) há evidências de que o mercado também responde lentamente a informações sobre o lucro total. Conseqüentemente deve haver uma lentidão similar na resposta dos componentes dos *accruals*. Nesse caso os componentes podem servir de indicadores precoces da melhoria ou deterioramento do desempenho operacional.

A hipótese do mercado eficiente requer que todas as informações disponíveis sejam refletidas nos preços das ações, conforme Elton et al (2004). Fama (1970) defende que a forma fraca de mercado eficiente não permite que um investidor consiga prever retornos acionários com base em séries históricas por que os retornos seguem um caminho aleatório (*random walk*). No entanto Gaio, Alves e Pimenta Júnior (2009) não localizaram em sua pesquisa evidências da eficiência fraca no mercado brasileiro.

Com base nos aspectos até aqui tratados, a importância da informação financeira como instrumento de apoio decisório aos seus diversos usuários e a qualidade do lucro, surge a questão-problema desta pesquisa: qual é o relacionamento específico entre fluxos de caixa e *accruals* contábeis, *proxy* para a *earnings quality*, no mercado de capitais brasileiro em diferentes magnitudes?

De tal modo, esse estudo tem como objetivo verificar a relação entre os níveis de *accruals* e fluxos de caixa de empresas brasileiras, baseando-se na premissa de que maiores *accruals* acompanhados por maiores lucros sugerem baixa qualidade dos mesmos e, ainda, uma relação inversa com a geração de fluxos de caixa. Ademais, é testada a hipótese do poder preditivo dos *accruals* em relação aos retornos das ações de empresas brasileiras, baseando-se na premissa de que a baixa qualidade do lucro é associada a baixos retornos futuros de ações.

O estudo se justifica com a afirmação de Niyama (2005), que aponta no Brasil serem poucas as pesquisas que testam a reação do mercado de ações do país a variáveis contábeis, sendo esse um campo ainda a se consolidar nacionalmente. Espera-se que esse estudo colabore de forma específica para o entendimento acerca das características do mercado de capitais brasileiro, em especial do lucro contábil e de sua confiabilidade. Acredita-se que os investidores não apreciem que os *accruals* são menos persistentes que o fluxo de caixa operacional, ou seja, que se revertam mais rapidamente que os fluxos de caixa operacionais.

O presente artigo foi estruturado em mais quatro partes. A seguir, será apresentado o referencial teórico e, na seção seguinte, é detalhado o proceder metodológico. Posteriormente, são apresentadas as análises e resultados. Por fim, na quinta e última parte, são feitas as considerações finais sobre os principais aspectos referentes ao problema tratado pela pesquisa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Combinar os lucros tanto com *accruals* quanto com fluxos de caixa fornece informações a respeito da qualidade do lucro de uma empresa como um todo. Pelo fato do fluxo de caixa ser uma ferramenta importante é esperado que uma empresa com *earnings quality* tenha uma grande proporção de lucros operacionais. Apesar da fixação do mercado com esses lucros, há uma falha ao se avaliar a qualidade dos mesmos (HOUGE; LOUGHRAN, 2000). A seguir serão tratados os *accruals* e a qualidade do lucro.

2.1 *Accruals*

Segundo Lustosa e Santos (2006) a partir da obrigatoriedade da apresentação das demonstrações dos fluxos de caixa nos Estados Unidos, em 1995, cresceram os estudos sobre as reações do mercado às variáveis dessa demonstração: fluxo de caixa das operações, fluxo de caixa de investimentos e fluxo de caixa dos financiamentos. O fluxo de caixa das operações, entretanto, é o mais utilizado, seja sozinho, em conjunto com o lucro, por meio dos *accruals* totais ou desmembrando *accruals* de longo e curto prazo.

Para Richardson *et al.* (2001) os *accruals* contábeis, de forma ampla, são quaisquer ajustes contábeis resultantes da diferença entre o lucro líquido e os fluxos de caixa do período. Ou seja, são a diferença entre o lucro líquido, ou o prejuízo do período, e o dinheiro resultante do fluxo de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos. Martinez (2001) acrescenta que os *accruals* são todas as acumulações provenientes das contas de resultado que entram na contabilização do lucro contábil, todavia não acarretam necessária movimentação das disponibilidades financeiras.

Ingram e Lee (1997) publicaram um artigo que examinava medidas dos *accruals* e dos fluxos de caixa úteis para observar as atividades operacionais, de financiamento e investimento de uma empresa. Testes empíricos concluíram que para a maioria das empresas a ideologia de que, com o tempo, as medidas de lucro e fluxo de caixa convergem, e que os lucros fornecem uma base confiável para prever fluxos de caixa futuros não é verdadeira. Entretanto, no ano seguinte Dechow, Kothari e Watts (1998) escreveram um trabalho sobre a relação entre os lucros e o fluxo de caixa. Nele apresentaram um modelo que concluiu que os lucros correntes são melhores para prever os fluxos de caixa futuros do que os fluxos de caixa correntes. Ademais, a diferença na habilidade de predição do lucro corrente e do fluxo de caixa corrente é uma função positiva do ciclo de caixa operacional esperado da empresa.

Uma análise técnica dos processos contábeis de mensuração indica que a informação fornecida pelos *accruals* e por medidas monetárias depende de sua relação conjunta, e não de cada item em separado. Os fluxos de caixa modificam as informações transmitidas pelo lucro. Assim, por exemplo, duas

empresas similares que divulgam o mesmo lucro são avaliadas de formas distintas pelo mercado se os fluxos de caixa operacionais forem diferentes. Porém, as diferenças na avaliação não são uma função uniforme da magnitude dos fluxos de caixa (INGRAM; LEE, 1997).

Cabe ressaltar que os princípios contábeis geralmente aceitos permitem aos administradores certa flexibilidade em relação à mensuração e ao reconhecimento das despesas e receitas, assim os *accruals* aumentam a partir do momento em que gestores discricionariamente inflam os lucros acima do resultado do fluxo de caixa. Altos *accruals* podem ser decorrentes, por exemplo, de aumentos em contas a receber pelo fato de os gestores registrarem vendas prematuramente, ou diminuições das disponibilidades quando essas forem atenuadas, como despesas com garantias (CHAN *et al.*, 2001). Ao se basearem fielmente no lucro reportado os investidores podem obter, dessa forma, respostas artificiais.

Martinez (2008) ressalta que os *accruals* podem ser divididos em: discricionários, utilizados para o gerenciamento do lucro (estimá-los apresenta em um desafio para as pesquisas acadêmicas) e os não-discricionários, resultantes de lançamentos contábeis padrões. Em outras palavras, os discricionários permitem certo grau de liberdade por parte dos administradores na escolha dos métodos contábeis e das práticas de evidenciação, ademais, vinculam-se aos tratamentos adotados pelos gerentes que visam benefício próprio (COLAUTO; BEUREN, 2006). Os itens não discricionários capturam o impacto das condições do negócio (CHAN *et al.*, 2001).

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) discutiram a importância em se elaborar um modelo que permita evidenciar os *accruals* discricionários. Foram analisados modelos alternativos que permitissem detectar o gerenciamento dos lucros, sendo escolhida como a melhor uma versão modificada do modelo desenvolvido por Jones em 1991. Os autores concluíram nessa pesquisa que, independentemente do modelo utilizado para averiguar o gerenciamento do lucro, o poder dos testes aplicados a eles foi baixo. Ademais, ressalta-se a importância em se considerar o contexto em que o gerenciamento de resultados é empregado, tendo em vista que o modelo de *accruals* não discricionários pode inadvertidamente extrair o componente discricionário.

Com uma metodologia voltada para o mercado de capitais, Subramanyam (1996) notou que o mercado agrega valor aos *accruals* discricionários. O autor acrescenta que esse resultado é consistente com a prudência da gerência ao aprimorar a habilidade dos lucros em refletir o valor econômico e com os *accruals* discricionários serem oportunistas e *value-relevant*, porém precificados por um mercado ineficiente.

No Brasil foi realizada uma pesquisa por Colauto e Beuren (2006) identificando os principais elementos e valores que formavam os *accruals* utilizados na sintaxe do lucro contábil, com base na empresa Parmalat. O resultado contábil foi ajustado com base nos itens discricionários e nos não discricionários dos *accruals*. Concluiu-se que após o ajuste dos *accruals* a empresa apresentou lucros significativos em 1998 e 2000, anos em que a Parmalat divulgou prejuízo contábil. Logo, ao utilizar o resultado de uma empresa, o investidor precisa analisar com cautela os elementos que formam a sintaxe do lucro contábil.

2.2 Qualidade do Lucro

O lucro contábil (e suas medias relacionadas, como o lucro por ação), segundo Nichols e Wahlen (2004), figura entre as principais medidas contábeis de desempenho utilizadas em estudos empíricos sobre respostas do mercado às informações contábeis. Cada vez mais surgem pesquisas com o intuito de disseminar a importância da qualidade do lucro.

Schipper e Vincent (2003) escreveram o artigo “*earnings quality*”. Nele utilizaram a definição de lucro desenvolvida por Hicks em seu livro “*value and capital*” publicado em 1939, e a capacidade de

decisão com base na Estrutura Conceitual do FASB (*Financial Accounting Standards Board*) para relacionar às medidas utilizadas em pesquisas acadêmicas sobre a qualidade do lucro (persistência, poder preditivo e variabilidade). O estudo chegou à contradição entre a persistência e o poder preditivo, ou seja, lucros altamente persistentes terão baixo poder preditivo se a variância de um choque típico na série for grande. Ademais, a forma como o lucro é estabelecido pode ocasionar a sua baixa qualidade devido aos efeitos do modelo de gestão, do ambiente econômico ou dos sistemas contábeis.

Quanto a relação entre os *accruals* e o resultado da empresa, Abarbanell e Lchavy (2003) escreveram sobre os lucros publicados e os previstos. No artigo os autores discorrem sobre o papel da divulgação do lucro na explicação do aparente viés na super ou subavaliação dos lucros previstos pelos analistas. A pesquisa se justifica no fato de que trabalhos sobre a importância do lucro e de sua previsibilidade geralmente apresentam resultados distintos, apesar de o assunto ser o mesmo. Após considerar erros de outros estudos, inclusive o fato de não serem observados os *accruals*, além da contabilidade conservadora, os autores defendem que é preciso refinar as teorias a respeito dos erros nas previsões dos analistas. Afirmam também que existe uma ligação estatística entre *accruals* inesperados incrustados no *benchmark* dos lucros publicados e previstos, assim como uma assimetria nas distribuições do erro de previsão. Entretanto, a questão da manipulação dos lucros não pôde ser tratada.

Todavia, Dechow, Sloan e Sweeney (1996) escreveram uma análise sobre a sujeição das empresas às imposições da SEC contra as violações dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (GAAP). No estudo os autores investigaram até que ponto as manipulações nos lucros poderiam ser explicadas pela hipótese da administração conservadora do lucro, a relação entre as manipulações do lucro e as falhas nas estruturas governamentais internas da empresa, e as conseqüências experimentadas pelas empresas no mercado de capitais quando as alegações de manipulação do lucro são tornadas públicas. Os pesquisadores defendem que uma motivação importante é o desejo de atrair financiamentos externos a custos mais baixos. Também encontraram que as manipulações acontecem com mais freqüência quando: a mesa diretora é dominada pelos administradores; o diretor executivo também ocupa o cargo de presidente do conselho da administração; o diretor executivo é o fundador da empresa; a empresa não possui um *blockholder* externo. Finalmente, documentam que a experiência da manipulação dos lucros, quando tornada pública, aumenta significativamente os custos de capital da empresa.

Para analisar se baixas percepções sobre a qualidade do lucro eram mais ou menos associadas à confiança nos sistemas contábeis auditados das empresas e às análises fundamentalistas ao se tomar decisões de investimento, Hodge (2003) investigou se os investidores acreditavam, assim como a SEC (*Securities and Exchange Commission*), que a qualidade de lucro e a independência do auditor haviam declinado. Como resposta encontrou que as preocupações da SEC eram válidas, a qualidade do lucro das companhias de capital aberto diminuiu com o tempo, assim como a independência do auditor e a qualidade das informações auditadas. Entretanto a relevância das informações contábeis aumentou. Os resultados sugerem que a percepção de baixa qualidade dos lucros leva investidores a examinarem melhor as informações auditadas das empresas.

Francis *et al.* (2003) examinaram a relação entre o custo do capital e sete atributos do lucro: qualidade, persistência, previsibilidade, uniformidade, relevância do valor, oportunidade e conservadorismo. Os quatro primeiros foram considerados puramente contábeis por se basearem apenas nessas informações, os três últimos foram classificados como de mercado por se basearem tanto em informações contábeis quanto de mercado. Os resultados mostraram que empresas com valores favoráveis de cada atributo individualmente apresentaram custos de capital mais baixos do que empresas com valores menos favoráveis. Os maiores efeitos dos custos de capital são encontrados nos atributos contábeis e, dentre eles, a qualidade do lucro tem o maior efeito. Entre os baseados no mercado, a relevância do valor domina a oportunidade e o conservadorismo. Todavia, quando todos os atributos são considerados pelos investidores os mais fortes são a qualidade do lucro e a persistência, e o mais fraco a relevância do valor.

Dechow, Ge e Schrand (2010) escreveram uma revisão sobre as *proxies* utilizadas em trabalhos sobre *earnings quality*. As autoras notaram que os pesquisadores têm utilizado várias medidas como indicadores da qualidade do lucro, incluindo persistência, *accruals*, oportunidade e indicadores externos como as publicações de reforços da comissão de valores mobiliários norte-americana. Não foram encontradas conclusões tendo em vista que a qualidade é um contingente no contexto da decisão.

Chan *et al.* (2001) abordaram a qualidade do lucro e o retorno das ações nos Estados Unidos. A análise focou o lucro utilizado pelos usuários como o fator mais importante na tomada de decisões e a questão dele carecer de informações a respeito de sua qualidade. Utilizaram como *proxy* os *accruals*, que são negativamente associados ao retorno futuro das ações. Concluiu-se que, no país, aumentos dos lucros seguidos de altos *accruals*, indicando lucros com baixo *earnings quality*, são associados a retornos futuros fracos. Para explicar o poder preditivo dos *accruals* várias hipóteses foram exploradas, tal como a manipulação do lucro, a extrapolação do viés com relação ao crescimento futuro e a reação insuficiente às condições do negócio.

No Brasil, Lustosa et al. (2010) analisaram uma análise setorial sobre a qualidade do lucro, utilizando como *proxy* os *accruals*. Os resultados demonstraram que os níveis de *accruals* são diferentes para alguns setores, sendo o de “consumo cíclico” o que lucros de melhor qualidade. Todavia esse resultado não foi refletido na significância estatística.

3. PROCEDER METODOLÓGICO

Nessa seção será apresentada a amostra da pesquisa, seguida pelas hipóteses testadas e, por fim, a operacionalização das variáveis.

3.1 Amostra

A amostra dessa pesquisa é composta por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, desde que preencham os seguintes requisitos:

- Ser empresa de caráter doméstico (nacional), mesmo que o capital social possua participação de empresas de capital estrangeiro;
- Ter operado com títulos e valores mobiliários, na respectiva câmara de negociações, entre os anos 2000 e 2005;
- Possuir pelo menos 100 dias úteis de negociações anuais;
- Não ser instituição financeira;
- Estar em um setor econômico que apresente, ao menos, mais duas empresas que preencham os pré-requisitos.

Dessa forma, foram selecionadas 33 empresas que preencheram todos os requisitos acima, das quais extraiu-se os demonstrativos financeiros trimestrais e as cotações diárias e trimestrais das ações com maior volume de negociação. Os dados (obtidos por meio do banco de dados Economatica) foram dispostos em formato de painel (panel data), o que fez um total de 792 observações.

Os demonstrativos financeiros foram organizados de tal forma que pudessem viabilizar o cálculo dos *accruals* contábeis e dos fluxos de caixa operacionais das companhias (tendo em vista sua não-obrigatoriedade no período pesquisado), encontrados por intermédio de diferenciação entre as contas que integram os componentes do capital de giro. Como resultado, perdeu-se uma observação para cada empresa e as análises finais foram baseadas em uma amostra composta por 759 observações.

3.2 Hipóteses

A hipótese nula (H_0) é a hipótese existente, a ser testada. Ela é supostamente verdadeira até prova em contrário. A hipótese alternativa (H_1) é uma afirmação que oferece uma opção à alegação (BROOKS, 2008).

Barth et al (1999) encontraram em sua pesquisa que a habilidade diferencial dos componentes de *accruals* e fluxos de caixa ajudam a prever retornos anormais futuros. Logo, ponderou-se razoável as seguintes hipóteses para essa pesquisa:

- H_0 : O comportamento de retornos futuros de ações do mercado de capitais brasileiro não se altera em função da informação qualidade do lucro;
- H_1 : O comportamento de retornos futuros de ações do mercado de capitais brasileiro se altera em função dos *accruals* contábeis.

Como especificação do nível de significância, para efeito dessa pesquisa, adotou-se 5%. Ou seja, com esse nível, existe uma probabilidade de 0,05 de se rejeitar erroneamente a hipótese nula. A estatística teste adotada nesse trabalho é a baseada na distribuição *t* de *student*. Para Braule (2002) a distribuição *t* é importante para amostras pequenas, visto que ela praticamente se confunde com a normal reduzida em uma amostra igual ou superior a 30.

3.3 Operacionalização das variáveis

Em consonância com o problema de pesquisa levantado, esse trabalho busca identificar uma associação entre *accruals* contábeis e fluxos de caixa operacionais, no período e tamanho amostral definidos. Uma vez que grandes lucros acompanhados por grandes *accruals* (superiores ao 75º percentil da amostra) sugerem baixa qualidade do lucro, é necessária, como ponto de partida, a identificação da formulação básica para o cálculo dos componentes patrimoniais que são afetados em função do regime de competência e, logo, ocasionam diferenças temporárias entre o fluxo de caixa livre – FCO e o lucro contábil – LC.

Conforme Chan *et al.* (2001) utilizou-se como premissa a variável FCO ser a medida mais confiável para retratar a realidade econômica da empresa, pois o LC pode sofrer influências discricionárias dos gestores por meio da manipulação dos *accruals*. Em outras palavras, está implícito que se os *accruals* fossem corretos, alinhados ao realmente ocorrido em termos econômicos, não haveria a necessidade de utilizar FCO como uma medida de confiabilidade do lucro, uma vez que os *accruals* incorporados contabilmente ao lucro pelo regime de competência passariam pelo fluxo de caixa das operações em algum momento.

As empresas que apresentarem maiores *earnings quality* deverão possuir uma relação positiva com os fluxos de caixa. Dessa forma, foi utilizado como *proxy* para qualidade do lucro os *accruals* contábeis (os menores *accruals* identificados abaixo do 25º percentil da amostra). Tendo em vista a não-obrigatoriedade do fluxo de caixa no período analisado, a formulação desenvolvida por Sloan (1996) apresentou-se adequada para os fins propostos nessa pesquisa. A metodologia sugere o cálculo dos *accruals* como:

$$\begin{aligned} \text{Accruals} &= \Delta AC - \Delta PC - DEP \\ &= (\Delta CR + \Delta EST + \Delta OAC) - (\Delta CP + \Delta OPC) - DEP \end{aligned} \quad (1)$$

Onde:

- ΔAC = Variação do ativo circulante;

- ΔPC = Variação do passivo circulante;
- DEP = Depreciação do período;
- ΔCR = Variação de contas a receber;
- ΔEST = Variação em estoques;
- ΔOAC = Variação em outros ativos circulantes;
- ΔCP = Variação em contas a pagar;
- ΔOPC = Variação em outros passivos circulantes.

Acrescenta-se que ΔAC corresponde às variações do ativo circulante não monetário, representadas pelas mudanças nos ativos circulantes menos as mudanças em disponibilidades. ΔPC corresponde às variações do passivo circulante, excluindo-se as dívidas de curto prazo e impostos a pagar, representada pelas mudanças nos passivos circulantes subtraídas as mudanças nas dívidas incluídas no passivo circulante e as mudanças nos impostos a pagar.

As variáveis exploradas pela formulação apresentada na equação 1, que são elementos patrimoniais sujeitos a variações positivas e negativas em função do regime de competência, foram retiradas da Económica e posteriormente tratadas (aplicação de diferenciação) por intermédio do aplicativo Microsoft Excel. Os valores extraídos foram classificados em seus diversos aspectos por intermédio da estatística descritiva.

Com base na metodologia de Chan *et al.* (2001), a variável fluxo de caixa foi obtida algebricamente por intermédio da diferença entre o lucro contábil e os *accruals*. Assim:

$$\begin{aligned} FCO &= LC - Accruals \\ FCO &= (Resultado das operações - Depreciação) - (\Delta AC - \Delta PC - Depreciação) \\ FCO &= Resultado das operações - \Delta AC + \Delta PC \end{aligned} \quad (2)$$

Como a magnitude dos itens varia de acordo com o tamanho patrimonial de cada empresa, os valores foram deflacionados em relação à média dos ativos totais da companhia (média dos ativos totais da firma, no início e fim de cada trimestre).

A medida de lucro contábil utilizada corresponde ao lucro antes dos juros e imposto de renda (LAJIR). O resultado das atividades operacionais gera o produto necessário e comparável entre os diversos setores da economia, uma vez que a estrutura de financiamento e a carga tributária (alíquota efetiva) são intrínsecas de cada firma.

Todos os componentes do capital de giro apresentados foram analisados individualmente como etapa prévia ao cálculo dos *accruals* contábeis. O lucro operacional e os fluxos de caixa livres também foram analisados separadamente. Os resultados serão demonstrados e discutidos na seção seguinte.

Para analisar se o resultado da regressão linear dos *accruals* e dos retornos anormais das ações estabelece relações que possibilitem predizer uma variável em termo da outra, os retornos anormais foram calculados como segue:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3)$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = retorno anormal da ação i no dia t ;

$R_{i,t}$ = retorno da ação i no dia t , definido como $\ln(P_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1})$, sendo \ln o logaritmo neperiano e P_i o valor de fechamento da ação mais líquida da empresa, conforme dados da Económica;

$R_{m,t}$ = retorno no dia t do índice da Bolsa de Valores de São Paulo – Ibovespa, *proxy* para o índice de preços do mercado.

Por conseguinte, a relação entre as variáveis adotadas no modelo é identificada por intermédio da seguinte equação:

$$RA = f(accruals) \quad (4)$$

Brooks (2008) explana que se há suspeita de uma afinidade entre duas (ou mais) variáveis, é possível verificar se há relação linear entre elas, demonstrando que um aumento na primeira seria acompanhado por um aumento na segunda, comportamento demonstrado por uma linha reta. Logo, essa relação poderá ser representada por uma equação, com base no modelo de regressão linear simples, explicando o comportamento dos retornos acionários. Nesse artigo utilizou-se a seguinte equação:

$$RA = \alpha_1 - \beta_1 Accruals + \varepsilon \quad (5)$$

Onde:

RA = Retorno anormal para cada ação;

α_1 = Intercepto (retorno de cada ação quando a variação de *accruals* é nula);

β_1 = Componente variável em função dos *accruals* (coeficiente angular);

ε = Erro aleatório (perturbação).

Em relação às considerações teóricas, conforme Chan *et al.* (2001), espera-se que os retornos das ações no mercado de capitais brasileiros reajam às informações dos *accruals* contábeis, uma vez que estes carregam elementos acerca da qualidade do lucro das empresas. Espera-se, ainda, que o sinal do componente *beta* (coeficiente angular da reta de regressão) seja negativo, pois grandes *accruals* estão relacionados a baixos retornos acionários, conforme sugerido pela teoria.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A tabela 1 apresenta a estatística descritiva para os componentes do capital de giro – CG. Cada item é deflacionado pela média dos ativos totais de cada empresa analisada. Como os *accruals* contábeis abrangem mudanças do CG, iniciou-se a análise por intermédio da avaliação individual de cada item que o compõe.

Tabela 1: Componentes do Capital de Giro
Valores relativos à média dos ativos totais

Variáveis	Média	Desvio Padrão	25° Percentil	Mediana	75° Percentil
Ativo Circulante	0,2298	0,1615	0,0947	0,1927	0,3659
Passivo Circulante	0,1043	0,0855	0,0445	0,0807	0,1390
Contas a Receber	0,1128	0,0973	0,0428	0,0865	0,1688
Estoques	0,0774	0,0779	0,0015	0,0617	0,1309
Outros Ativos Circulantes	0,0397	0,0466	0,0082	0,0232	0,0526
Contas a Pagar	0,0761	0,0637	0,0307	0,0574	0,1035
Outros Passivos Circulantes	0,0283	0,0350	0,0042	0,0146	0,0409

Conforme extraído da tabela 1, o ativo circulante – AC é o item predominante, com mediana de 19,27% do total de ativos de uma empresa, média de 22,98%. Contas a receber e passivo circulante compensam o volume do ativo circulante, representando aproximadamente 87% do total da variável. Contas a pagar se mostrou ser um item menos expressivo nessa amostra, com 6% do total de ativos de uma empresa mediana, porém a maior contribuinte para o volume total do passivo circulante, com 7,61% em média.

Em termos de dispersão de valores, verifica-se que o ativo circulante também se apresenta como o item predominante, com aproximadamente 16% de variabilidade média em torno da média amostral em análise. A grande amplitude interquartilica do ativo circulante (aproximadamente 37% do total de ativos), em relação aos demais itens, explica a maior variabilidade desse componente.

A tabela 2 provê informações acerca dos componentes individuais de *accruals* contábeis e das características sobre os lucros e fluxos de caixa.

Tabela 2: Lucro, Fluxo de Caixa e Accruals
Valores relativos à média dos ativos totais

Variável	Media	Desvio Padrão	25° Percentil	Mediana	75° Percentil
Δ AC	0,0043	0,0524	-0,0135	0,0029	0,0218
Δ PC	0,0033	0,0408	-0,0137	0,0002	0,0178
DEP	0,0067	0,0048	0,0030	0,0068	0,0098
Δ CR	0,0024	0,0382	-0,0082	0,0000	0,0131
Δ EST	0,0011	0,0219	-0,0018	0,0000	0,0048
Δ OAC	0,0008	0,0263	-0,0035	0,0000	0,0064
Δ CP	0,0025	0,0367	-0,0124	0,0003	0,0165
Δ OPC	0,0009	0,0193	-0,0020	0,0001	0,0032
<i>Accruals</i>	-0,0052	0,0559	-0,0232	-0,0019	0,0157
Lucro Operac.	0,0357	0,0320	0,0136	0,0329	0,0529
FCO	0,0420	0,0607	0,0116	0,0376	0,0675

Na tabela 2 o item de maior relevância é a depreciação, porém apresenta pouca variabilidade entre as empresas, conforme evidenciado pelo baixo desvio padrão. Os itens que mais contribuem para diferenciar os *accruals* entre empresas são as variações médias em contas a receber e em contas a pagar. O desvio padrão para cada um desses itens é superior a 3%. Os *accruals* totais demonstram grande variabilidade, com um desvio-padrão de 5,59%. Essa variabilidade é relativamente próxima, em magnitude, ao nível médio dos lucros. Como consequência, variações nos *accruals* que aparentam serem comuns podem acarretar em mudanças substanciais nos lucros reportados.

Ainda em relação à tabela 2, vale ressaltar a presença de valores nulos em relação às medianas dos itens Δ CR, Δ EST e Δ OAC. Em uma análise preliminar, sugerem-se três razões para esse panorama: a) mínima variação dos itens trimestre a trimestre; b) inexistência de saldo; ou, c) inconsistência da base trimestral do banco de dados. Essas questões indicam, intuitivamente, que os resultados devem ser confrontados em uma janela temporal superior, com a utilização exclusiva de dados anuais, uma vez que as informações trimestrais extraídas da base de dados são não consolidadas.

A tabela 3, a seguir, apresenta os fluxos de caixa e os lucros operacionais, todos deflacionados em relação aos *accruals* contábeis. A tabela contempla, ainda, informações sobre os componentes individuais dos *accruals*, também deflacionados da mesma forma.

Tabela 3: Accruals e seus componentes (Ranked by Accruals)
Valores relativos à média dos ativos totais

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Accruals	-0,11323	-0,04266	-0,02327	-0,01256	-0,00482	0,00043	0,00680	0,01630	0,03274	0,08962
FCO	0,14744	0,07774	0,05409	0,04512	0,03944	0,03589	0,03041	0,01931	0,00880	-0,04031
LOP	0,03392	0,03312	0,02802	0,03374	0,03527	0,03658	0,03464	0,03221	0,04084	0,04916
ΔAC	-0,05969	-0,02289	0,00007	-0,00366	0,00045	0,00439	0,00788	0,01858	0,02735	0,07180
ΔPC	0,04398	0,01174	0,01438	0,00266	-0,00080	0,00173	-0,00355	-0,00213	-0,01052	-0,02551
DEP	0,00870	0,00682	0,00774	0,00654	0,00601	0,00375	0,00574	0,00691	0,00722	0,00767
ΔCR	-0,03089	-0,01117	0,00097	-0,00419	0,00056	0,00336	0,00362	0,00698	0,01583	0,03968
ΔEST	-0,01339	-0,00518	-0,00358	0,00145	-0,00100	0,00157	-0,00045	0,00648	0,00636	0,01873
ΔOAC	-0,01541	-0,00635	0,00268	-0,00092	0,00088	-0,00055	0,00471	0,00512	0,00516	0,01338
ΔCP	0,03683	0,00683	0,01374	0,00165	-0,00206	-0,00035	-0,00248	-0,00159	-0,00597	-0,02234
ΔOPC	0,00715	0,00524	0,00126	0,00131	0,00130	0,00175	-0,00107	-0,00081	-0,00455	-0,00317

A tabela 3 descreve os níveis médios dos *accruals*, fluxos de caixa, lucros operacionais e componentes dos *accruals* para os portfólios divididos em decis. No decil de maior *ranking*, a média dos *accruals* é 8,96% dos ativos totais enquanto no decil inferior os *accruals* representam -11,32% dos ativos totais. No decil superior, os *accruals* são positivamente correlacionados aos lucros, porém negativamente correlacionados aos fluxos de caixa. Essa situação corrobora com a hipótese previamente descrita, onde empresas com grandes *accruals* apresentam relação negativa com fluxos de caixa e, logo, demonstram baixa qualidade do lucro, apesar destes serem superiores em termos absolutos comparativamente aos lucros obtidos pelas empresas classificadas no 1º decil.

O lucro operacional em relação aos ativos totais representa 4,91% no maior decil e 3,39% no menor decil. Apesar dos lucros altos, as empresas do portfólio de maior decil apresentam fluxos de caixa negativos em virtude dos altos *accruals*. As empresas do portfólio de menor decil, por outro lado, apresentam fluxos de caixa positivos apesar de baixos lucros operacionais decorrentes de *accruals* negativos.

Dessa forma, verifica-se que empresas com grandes *accruals* estão relacionadas a lucros também elevados, porém de baixa qualidade. Isso se deve ao fato de que existe uma relação negativa com o fluxo de caixa que provê evidências preliminares de manipulação dos componentes discricionários que integram o cálculo dos *accruals*.

Como forma de verificar a validade das hipóteses levantadas e, ainda, o poder preditivo dos *accruals* contábeis em relação ao mercado de capitais brasileiro, procedeu-se à análise de regressão linear tendo como variável dependente o retorno acionário anormal das empresas na amostra considerada e, como variável independente, os *accruals* contábeis calculados conforme equação 1.

A tabela 4 apresenta os resultados obtidos por intermédio do modelo de regressão.

Tabela 4: Resultado da Regressão

Especificação	α	β	R^2 Ajustado
Modelo: $RA = \alpha_1 - \beta_1 Accruals + \varepsilon$	0,0484 (7,089)	-0,1448 (-1,1890)*	0,000545

Séries trimestrais temporais para cada empresa e entre empresas (*pooled data*). As variáveis *RA* e *Accruals* são divididas pelo ativo total de cada empresa, para correção do efeito tamanho;

As estatísticas *t* (*stat t*), que determinam a significância estatística dos parâmetros da regressão (α e β) estão escritas entre parênteses, abaixo de cada parâmetro;

(*) Significativo, apenas, a 75% de nível de confiança.

Os resultados obtidos na regressão linear, demonstrados na tabela 4, confirmam uma relação negativa entre *accruals* contábeis e retornos anormais, conforme sugere a teoria. Entretanto, o coeficiente *beta* não apresenta significância estatística para a situação em análise. Dessa forma, verifica-se que, para a amostra considerada, não há relacionamento significativo entre os *accruals* contábeis e os retornos acionários, sugerindo que o mercado de capitais nacional não reage a tais informações, o que contraria os resultados encontrados em pesquisas internacionais. Outros fatores, não captados pelo modelo, podem estar interferindo no cálculo dos retornos, os quais podem ser testados por intermédio de estudos posteriores.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Atualmente o lucro é a principal ferramenta de investidores e credores, contudo, conforme é apresentado, omite informações importantes sobre sua qualidade. Esse estudo buscou avaliar a *earnings quality* no Brasil, utilizando como *proxy* os *accruals* de empresas selecionadas no mercado de capitais nacional. Como diferencial houve a utilização do mercado acionário como um todo, diferentemente dos resultados anteriores que adotaram apenas uma empresa ou utilizaram a análise setorial.

Os resultados do estudo sugerem que os *accruals* influenciam mudanças em componentes do capital de giro, como pôde ser observado na predominância do ativo circulante analisado que representou cerca de 9% do total de ativos de uma empresa mediana. Foi observado que as variações nos itens contas a receber e contas a pagar são as que mais contribuem para diferenciar os *accruals* entre as empresas.

Os resultados evidenciaram, ainda, uma relação inversa entre fluxo de caixa e *accruals*, quando estes apresentam valores elevados. Essa situação corrobora com a hipótese inicial levantada e, ainda, sustenta que o objetivo inicial desse estudo foi alcançado.

A análise por regressão linear, no sentido de verificar o poder preditivo dos *accruals*, não foi satisfatória, tendo em vista a não significância estatística do coeficiente. Entretanto, o sinal encontrado pela regressão foi negativo, conforme sugere a teoria.

Devido a recente obrigatoriedade da demonstração do fluxo de caixa (DFC), optou-se por adotar o espaço amostral anterior a esse período, tendo em vista a pouca disponibilidade de observações pós-DFC. Assim, a metodologia de Sloan (1996) para o cálculo do fluxo de caixa se apresenta como uma limitação do estudo, assim como o espaço amostral. Dessa forma sugere-se que futuramente sejam realizadas pesquisas com a base de dados atualizada.

Ademais, sugere-se que, para uma melhor análise dos resultados, haja a utilização de dados anuais ao invés de trimestrais de forma com que sejam avaliadas e estudadas demonstrações consolidadas.

6. REFERÊNCIAS

- ABARBANELL, J.; LCHAVY, R. Biased forecasts or biased earnings? The role of reported earnings in explaining apparent bias and over/underreaction in analysts' earnings forecasts. **Journal of Accounting and Economics**. v. 36, p. 105-146, 2003.
- 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, dez. 1999.
- BERNARD, V. L.; THOMAS, J. K. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium? **Journal of Accounting Research**. v. 27, p. 1-36. 1989.
- BRAULE, R. **Estatística aplicada com excel**. São Paulo: Campus, 2001.

- BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. 2 ed. Reino Unido: Cambridge, 2008.
- CHAN, K.; CHAN, L. K. C.; JEGADEESH, N.; LAKONISHOK, J. **Earnings quality and stock returns: the evidence from accruals**. Social Science Research Network, jan. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=259691>. Acesso em: 20 out. 2010.
- COELHO, A. C. D.; LIMA, I. S. Conservadorismo condicional: requisitos para a qualidade dos lucros e para a eficiência informacional da contabilidade. **Revista Eletrônica de Administração**. Rio Grande do Sul, v. 15, n. 3, set.-dez. 2009.
- COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M. A identificação de *accruals* na sintaxe do lucro contábil: o caso Parmalat Brasil. **Revista Eletrônica de Administração**. Rio Grande do Sul, v. 12, n. 2, mar.-abr. 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**. Disponível *on line*: 23 set. 2010.
- DECHOW, P.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, n. 25, p. 133-168, 1998.
- DECHOW, P.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by SEC. **Contemporary Accounting Research**. v. 13, n. 1, p. 1-36, 1996.
- DECHOW, P.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**. v. 70, n. 2, abr. 1995.
- ELTON, J. E.; GRUBER, M. J.; BROWN, S. J.; GOETZMANN, W. N. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.
- FAMA, E. F. Efficient capital market: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n° 2, p. 383-417, maio. 1970.
- FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. Costs of capital and earnings attributes. **The Accounting Review**. v. 79, p. 967-1011, 2004.
- GAIO, L. E.; ALVES, K. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T. O mercado acionário brasileiro do novo milênio: um teste de eficiência. **Brazilian Business Review**, Espírito Santo, v. 6, n° 3, p. 231-246, set./dez. 2009.
- HODGE, F. D. Investors' perceptions of earnings quality, auditor independence and the usefulness of audited financial information. **Accounting Horizons**. v. 17, 2003.
- HOUGE, T; LOUGHRAN, T. Cash flow is king: cognitive errors by investors. **Journal of Psychology and Financial Markets**. v. 1, n. 3 e 4, p. 161-175, 2000.
- INGRAM, R. W.; LEE, T. A. Information provided by accruals and cash-flow measures of operating activities. **Abacus**. v. 33, n. 2, p. 168-185, set. 1997.
- LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. Mo. Estudo de eventos: procedimentos e estudos empíricos. *In.: II Seminário de Gestão e Negócios*, 2005, Paraná. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/IIseminario/iniciacaoCientífica/iniciacao_01.pdf> Acesso em: 20 nov. 2010.
- LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- LUSTOSA, P. R. B.; FERNANDES, J. L. T.; NUNES, D. M. S.; ARAÚJO JÚNIOR, J. B. Estimativas contábeis e qualidade do lucro: análise setorial no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v. 4, n. 2, p. 43-61, mai.-ago. 2010.

- LUSTOSA, P. R. B.; SANTOS, A. dos. Importância relativa do ajuste no fluxo de caixa das operações para o mercado de capitais brasileiro. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2006. CD-ROM.
- MARTINEZ, A. L. Detectando *earnings management* no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. **Revista Contabilidade e Finanças**. v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008.
- MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Curso de Pós-graduação em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.
- NICHOLS, D. C.; WAHLEN, J. M. How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with updated evidence. **Accounting Horizons**, v. 18, n. 4, p. 263-268. 2004.
- NIYAMA, J. K. **Contabilidade internacional**. São Paulo: Atlas, 2005.
- PENMAN, S. H.; ZHANG, X. **Accounting conservatism, the quality of earnings and stock returns**. Social Science Research Network, dez. 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=201048>. Acesso em 17 dez. 2010.
- RICHARDSON, S. A.; SLOAN, R. G.; SOLIMAN, M. T.; TUNA, I. **Information in accruals about the quality of earnings**. Social Science Research Network, set. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278308>. Acesso em: 15 nov. 2010.
- SCHIPPER, K.; VINCENT, L. Earnings quality. **Accounting Horizons**, v. 17, p. 97-110. 2003.
- SLOAN, R. G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **Accounting Review**, n. 71, p. 289-315. 1996.
- SUBRAMANYAM, K. R. The pricing of discretionary accruals. **Journal of Accounting and Economics**. v. 22, n. 1-3, p. 249-281, ago.-dez. 1996.