

EFEITO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA QUALIDADE DOS LUCROS: UMA ABORDAGEM DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS E FUNDOS DE PENSÃO

EFFECT OF INSTITUTIONAL INVESTORS ON THE QUALITY OF PROFITS: AN APPROACH TO INVESTMENT FUNDS AND PENSION FUNDS

RESUMO

O estudo analisa se o fato de haver fundos de investimento ou de pensão dentre os maiores acionistas impacta na qualidade dos lucros das companhias listadas na bolsa brasileira. A amostra consiste em um conjunto de 648 observações, com aproximadamente 360 empresas. No qual, identificou-se as *proxies* para qualidade dos lucros junto à revisão de literatura e, posteriormente, utilizou-se testes para duas populações e regressões estimadas via MQO e estimadores para painel com o intuito de testar as hipóteses. Os testes foram realizados no software estatístico STATA® versão 14.0. Os resultados evidenciaram que empresas que possuem fundos de investimentos entre os maiores acionistas apresentam maior qualidade dos lucros. O mesmo não pôde ser observado para as empresas que possuem fundos de pensão entre seus maiores acionistas. O Brasil figura dentre os dez maiores mercados na indústria mundial de fundos de investimento. Além disso, é o país com maior volume de recursos em fundos de pensão fora da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE. Assim, estimula-se a investigação de como a participação acionária desses fundos se relaciona com a qualidade dos lucros das companhias brasileiras. Maior entendimento sobre os fundos de investimento e de pensão, que representam relevante participação no mercado de capitais brasileiro. As evidências da redução de accruals discricionários e gerenciamento de resultados indicam a melhor qualidade de gestão e menor risco para os pequenos investidores.

Palavras-chave: Qualidade dos lucros. Fundos de investimentos. Fundos de Pensão. *Accruals*.

ABSTRACT

The study analyzes whether having investment or pension funds among the largest shareholders impacts the earnings quality of companies listed on the Brazilian stock exchange. The sample consists of a set of 648 observations, with approximately 360 companies. We identified proxies for earnings quality from the literature review and then used two-population tests and estimated regressions via MQO and panel estimators to test the hypotheses. The tests were performed in the statistical software STATA® version 14.0. The results evidenced that companies that have investment funds among the largest shareholders present higher earnings quality. The same could not be observed for companies that have pension funds among their largest shareholders. Brazil is among the ten largest markets in the global investment fund industry. Besides, it is the country with the largest volume of resources in pension funds outside the Organization for Economic Cooperation and Development - OECD. Thus, it stimulates the investigation of how the equity participation of these funds relates to the quality of earnings of Brazilian companies. Greater understanding of investment and pension funds, which represent relevant participation in the Brazilian capital market. Evidence of reduced discretionary accruals and earnings management indicates better management quality and lower risk for small investors.

Keywords: Quality of earnings. Investment funds. Pension funds. *Accruals*

Francelio Arlindo de Souza Cavalcante

Mestre em Ciências Contábeis pela FUCEPE Business School. Pós-graduado em Auditoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Ceará (UECE). CEO da i4 Auditoria Digital. Sócio-Diretor da Formma Contábil. Professor Universitário em cursos de graduação e pós-graduação. Palestrante, escritor e instrutor de cursos livres nas áreas contábil e tributária. Membro de comissões de estudos do Conselho Regional de Contabilidade (CRCCE). Vice-presidente de Registro do CRCCE no biênio 2014-2015 e Vice-presidente de Desenvolvimento Profissional do CRCCE no biênio 2022-2023. Representante do CRCCE no CONDECON Ceará. E-mail: franceliocavalcante@gmail.com. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-3310-4992>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5720315056922506>

Felipe Storch Damasceno

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela FUCEPE. Mestre em ciências contábeis e graduado em Economia pela mesma instituição. Período de Doutorado Sanduíche na Zicklin School of Business, City University of New York. Atualmente é professor assistente da área de Economia e Finanças. Interesse especial em pesquisas: Divulgação Voluntária de Informação; organização industrial; regulação de mercados. E-mail: fdamasceno@fucape.br. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-7046-0040>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9512569609875066>

Edvan Soares de Oliveira

Graduado em Ciências Econômicas pela FUCEPE (Fundação Instituto capixaba de pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças) e doutor em Ciências Contábeis e Administração pela mesma instituição. Atualmente atua como professor da Fucape Business School em disciplinas de Macroeconomia, Econometria, Séries temporais, Economia Monetária, Teoria dos Jogos, Finanças, Cálculo e Estatística, com disciplinas ministradas na graduação, MBA e Mestrado. E-mail: edvansoares@fucape.br. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0843-1556>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3657658875444394>

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo avaliar os efeitos da participação de fundos de investimento e de pensão na qualidade dos lucros, dada a relevância de sua participação na economia brasileira e mundial.

Para que a avaliação da qualidade dos resultados seja corretamente interpretada, é necessário que os usuários das informações contábeis, em especial investidores, estejam aptos a compreender seus indicadores. Segundo Hand (1990), alguns investidores, considerados sofisticados, possuem capacidade superior em adquirir e usar informações públicas relevantes para subsidiar suas decisões.

Os investidores sofisticados podem ser categorizados em fundos de investimento, fundos de pensão, companhias seguradoras, sociedades de capitalização, clubes de investimento e entidades de previdência privada abertas e fechadas (Assaf Neto, 2018).

A presente pesquisa justifica-se pela relevante participação dos fundos na economia brasileira. De acordo com o informe consolidado diário de fundos de investimentos divulgado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), ao final de dezembro de 2018 os fundos de investimento apresentavam patrimônio líquido superior a 4,15 trilhões de reais, fazendo com que o Brasil figurasse dentre os dez maiores mercados mundiais de fundos, demonstrando uma curva crescente nos últimos dez anos, evidenciando a relevância desse tipo de transação no mercado. Quanto aos fundos de pensão, um levantamento realizado pela OCDE em novembro de 2018 apontou que o Brasil possuía naquela data mais de 223 bilhões de dólares nessa modalidade de fundos, sendo o país não membro da OCDE com maior volume de recursos dentre os pesquisados (ABRAPP, 2019b).

Os dados foram coletados na base de dados da Economática®, referente aos anos de 2014 a 2018, referentes à participação de fundos de investimentos ou fundos de pensão na composição acionária das empresas listadas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão). Para investigação da problemática foram adotados os modelos de Dechow e Dichev (2002), modificado por Jones, Krishnan e Melendrez (2008); Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), e também o método seguido por Lima, Góis, De Luca, e Sousa (2018) ao utilizar esses modelos em seu trabalho.

Os resultados evidenciam que empresas que possuem fundos de investimentos entre os maiores acionistas apresentam menor nível de *accruals* discricionários. Entretanto, o fato de possuir fundos de pensão entre os maiores acionistas não implica em maior qualidade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Qualidade dos lucros

Nas últimas décadas a qualidade dos resultados apresentados pelas demonstrações contábeis tem sido estudada sob diversos aspectos. Dechow e Schrand (2004) e Dechow, Ge e Schrand (2010) colaboraram com a discussão e entendimento dessa métrica contábil.

Dechow e Schrand (2004) apontam que a qualidade dos lucros depende do contexto em que a informação analisada está inserida, significando coisas distintas para diferentes usuários das demonstrações financeiras. A qualidade dos lucros tem como características o fato de apresentar informação com relevância para a decisão de maneira específica; depender se promove informação sobre o desempenho financeiro da empresa (muitos inclusive não observáveis); e que essa qualidade dos ganhos é determinada pela relevância de desempenho financeiro em conjunto com a capacidade do sistema de contabilidade medir seu desempenho (Dechow, Ge, & Schrand, 2010).

Diversas são as *proxies* apresentadas pela literatura para medir a qualidade dos lucros, tais como persistência, *accruals*, suavidade, oportunidade e prevenção de perdas. Em seus estudos, Dechow, Ge e Schrand (2010) organizaram essas *proxies* em três grandes categorias: propriedade dos lucros, capacidade de resposta dos investidores aos lucros e indicadores externos de distorções de lucros. A primeira inclui persistência dos lucros, *accruals* anormais e modelagem do processo de *accruals*, suavidade dos ganhos, conservadorismo e reconhecimento tempestivo das perdas e alcance de metas.

2.1.1 Accruals

Ao elaborar as demonstrações contábeis, as companhias devem utilizar o regime de competência, exceto para a demonstração dos fluxos de caixa (CPC 26 R1). Esse regime é explanado pela estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro trazida pelo Pronunciamento Conceitual Básico (CPC 00 R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Os resultados podem ser entendidos como uma medida do desempenho da empresa produzida segundo o regime de competência de exercícios.

O lucro contábil periódico de uma organização apurado pelo regime de competência pode ser segregado em dois componentes: aqueles que se transformaram em disponibilidades no período corrente, representando o fluxo de caixa das operações – FCO, e aqueles que não se transformaram em dinheiro no período corrente, os *accruals* (Lustosa, Fernandes, Nunes, & Araujo Júnior, 2010; Silvestre, Costa, & Kronbauer, 2018).

Os *accruals* podem ser classificados como normais (não discricionários) e anormais (discricionários). Os primeiros capturam ajustes do desempenho funcional das organizações. Os discricionários medem distorções impostas pelas

regras contábeis ou pelo gerenciamento de resultados, ou seja, decorrem de um sistema de mensuração imperfeito (Dechow, Ge, & Schrand, 2010). *Accrual* discricionário pode ainda ser definido como a reserva de uma despesa não obrigatória, um exemplo é o bônus antecipado para a administração que não é realizado, mas registrado nos livros contábeis (Chang, Liang, & Yu, 2019; Rodrigues, Melo, & Paulo, 2019).

Sloan (1996) identifica que os investidores não são plenamente cientes dos diferentes níveis de persistência dos componentes de *accruals* e que o componente de provisão de lucros é menos persistente que o componente de fluxo de caixa e atribui essa diferença à maior subjetividade dos *accruals*.

Buscando analisar a qualidade do lucro dos diversos setores da economia brasileira utilizando os *accruals* como *proxy*, Lustosa, Fernandes, Nunes e Araujo Júnior (2010) concluíram em sua pesquisa que os *accruals* variam entre os setores da economia, porém os resultados encontrados para confirmar a hipótese de que o mercado brasileiro responde de maneira diferente aos aumentos dos níveis de *accruals* apresentados pelos setores da economia não apresentaram significância estatística.

Jones (1991) desenvolveu um modelo de mensuração de *accruals* como uma função do crescimento das vendas e do imobilizado (*accruals* de capital de giro e depreciação). Dechow, Sloan e Sweeney (1995) modificaram o modelo de Jones para ajustar o crescimento das vendas a prazo, na tentativa de reduzir erros classificados como *accruals* anormais quando não o são. Esse modelo é uma das métricas para qualidade dos lucros utilizadas neste trabalho.

2.2 Fundos

2.2.1 Fundos de Investimentos

Os Fundos de Investimentos são tipos de comunhão de recursos constituídos sob a forma de condomínios (abertos ou fechados), representados por investidores (cotistas) que, através de carteiras de títulos e valores mobiliários mantidas por esses fundos, aplicam seus recursos no mercado financeiro, com o objetivo de obter um retorno (Assaf Neto, 2018).

Nem todos os investidores conseguem decifrar corretamente as informações contábeis apresentadas pelas organizações, em especial as implicações nos fluxos de caixa. Aqueles que conseguem fazer essas interpretações apropriadamente são denominados investidores sofisticados, já os investidores não sofisticados são aqueles que não fazem essas interpretações (Hand, 1990).

Assaf Neto (2018) aponta que geralmente o investidor isoladamente não possui os conhecimentos técnicos necessários para tomar as melhores decisões de investimento ou até mesmo tempo para acompanhar e analisar o mercado. Nesse sentido, o autor aponta que contar com um fundo é uma vantagem, dado que esses fundos possuem, via de regra, profissionais com qualificação técnica e experiência necessária para a sua gestão, com instrumentos de análise cada vez mais sofisticados e acesso às fontes de informações mais importantes.

A Instrução CVM nº 555/2014 classifica os fundos de investimento em quatro classes: Fundos de Renda Fixa (que possuem como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos); Fundos de Ações (que tem como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado); Fundos Cambiais (cujo principal fator de risco de carteira é a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial); e Fundos Multimercados (que devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes citadas anteriormente).

Funchal, Lourenço e Motoki (2016), ao estudar fundos de investimentos em ações, encontraram que alguns tipos de investidores sofisticados aparentam estar associados a uma redução dos riscos dos fundos, sugerindo que pode existir problemas de agência que levam os responsáveis pela gestão a tomar mais riscos em fundos voltados ao público em geral.

Outros trabalhos brasileiros também auxiliam na compreensão do comportamento dos fundos de investimentos. Dalmácio, Nossa e Zaquetto Filho (2007) investigaram a possível relação entre a taxa de administração atribuída às instituições administradoras dos fundos de investimento e sua performance; Dalmácio, Lopes e Rezende (2010) pesquisaram, a partir da ótica da teoria da sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a perspectiva das previsões individualizadas dos analistas de investimento do mercado brasileiro; Também à luz da teoria da sinalização, Correia, Costa e Lucena (2018) investigaram a influência dos perfis de profissionais de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimento, utilizando o índice de Sharpe como variável de desempenho de fundos; Enquanto verificar a relação da distribuição de dividendos com a composição da carteira e a performance dos fundos mútuos brasileiros foi a temática abordada por Sobrinho e Malaquias (2018).

Afim de contribuir com o entendimento acerca do comportamento dos fundos de investimento, a presente pesquisa traz as seguintes hipóteses:

H1: Possuir fundos de investimentos entre os cinco maiores acionistas proporciona às empresas maior qualidade do lucro.

H2: Quanto maior o percentual de participação dos fundos de investimentos em empresas, maior a qualidade do lucro.

2.2.2 Fundos de Pensão

O regime de previdência complementar do Brasil é composto por entidades abertas de previdência complementar, com fins lucrativos, usualmente tratadas como previdência privada aberta e por entidades fechadas de previdência complementar, sem fins lucrativos, mais conhecidas como fundos de pensão. Para proporcionar o pagamento a seus beneficiários, os fundos de pensão adotam o regime de capitalização, visando formar e acumular reservas ao longo do tempo. Nesse modelo, o colaborador participante forma integralmente os recursos garantidores dos seus benefícios no decorrer de seu período laboral, de sorte que, ao aposentar-se, todo o volume de recursos estará estocado (ABRAPP, 2019a).

Assim, considerando os elementos que influenciam a qualidade dos lucros e a relevância da participação dos fundos na economia brasileira, investigaram-se neste trabalho também as seguintes hipóteses:

H3: Possuir fundos de pensão entre os cinco maiores acionistas proporciona às empresas maior qualidade do lucro.

H4: Quanto maior o percentual de participação dos fundos de pensão em empresas, maior a qualidade do lucro.

3 METODOLOGIA

3.1 Seleção da amostra e fonte de dados

A partir da plataforma Economática®, foram coletados dados das empresas de capital aberto listadas na B3, entre 2014 e 2018, que possuíam, ou não, fundos de investimento ou fundos de pensão em suas participações acionárias. Foi eleito esse intervalo de tempo por não ter existido mudanças no ambiente regulatório, desde a Instrução CMV 555 de 2014.

A amostra do trabalho consistiu, inicialmente, em 360 empresas que, após exclusão das companhias do setor financeiro e de seguros, bem como aquelas que não possuíam todas as informações necessárias aos modelos utilizados nessa pesquisa, resultaram em 648 observações. Os testes foram realizados no *software* estatístico STATA® versão 14.0.

3.2 Modelos

Para testar as hipóteses, utilizou-se dos modelos de Dechow e Dichev (2002), modificado por Jones, Krishnan e Melendrez (2008); o modelo de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995); o modelo sugerido por Lima et al. (2018) – com modificações, bem como os passos seguidos por Lima et al. (2018) ao utilizar os dois primeiros modelos citados.

O estudo de Dechow e Dichev (2002) afirma que, com base nos resíduos da regressão da mudança no capital de giro em relação ao fluxo de caixa operacional, é possível medir empiricamente a qualidade de *accruals* e ganhos operacionais. Empresas com desvios padrão maiores têm ganhos menos persistentes, maior volatilidade nos *accruals* e ganhos, ciclos operacionais mais longos e maiores *accruals* nos fluxos de caixa (Dechow, Ge, & Schrand, 2010).

Para obter pesos que traduzissem a importância das variáveis, dividimos todos os elementos do modelo de Dechow e Dichev (2002) modificado por Jones, Krishnan e Melendrez (2008) pelo ativo total do ano imediatamente anterior, dando origem ao seguinte modelo:

$$\frac{\Delta CG_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{FCO_{it-1}}{AT_{it-2}} + \beta_2 \frac{FCO_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{FCO_{it+1}}{AT_{it}} + \frac{\Delta RECOP_{it}}{AT_{it-1}} + \frac{PERM_{it}}{AT_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde ΔCG_{it} é a variação no capital de giro da empresa i no período t ; FCO_{it-1} é o Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no período $t-1$; FCO_{it} é o Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no período t ; FCO_{it+1} é o Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no período $t+1$; $\Delta RECOP_{it}$ representa a variação das receitas operacionais da empresa i no período t ; $PERM_{it}$ é o saldo dos ativos permanentes da empresa i no período t ; AT_{it} é o ativo total da empresa i no período t ; AT_{it-1} é o ativo total da empresa i no período $t-1$; AT_{it-2} é o ativo total da empresa i no período $t-2$; e ε_{it} é o termo de erro ou resíduo da empresa i no período t .

Considerando que os *accruals* discricionários são uma métrica para qualidade do lucro, após estimar a equação (1) e determinar seu respectivo termo de erro, foi criada a variável *QUALI 1* (Qualidade do Lucro), que representa o módulo do resíduo do modelo (1), estimando por ano e setor (classificação Economática®). Assim, quanto maior o valor de *QUALI 1*, maior a quantidade de *accruals* discricionários e, por consequência, menor a qualidade dos lucros.

Tendo em vista que os ruídos aumentam a dificuldade de medir a qualidade dos lucros, Lima et al. (2018) realizaram um teste de robustez baseado no modelo de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), utilizando a equação a seguir, que adotou também como métrica de qualidade dos lucros neste trabalho:

$$\frac{ACCT_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \beta_2 \left(\frac{\Delta RECOP_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{\Delta RECEB_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \frac{PERM_{it}}{AT_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde $ACCT_{it}$ é o total de *accruals* da empresa i no período t e $\Delta RECEB_{it}$ é a variação dos recebíveis da empresa i no período t .

Assim como no primeiro modelo apresentado, após estimar a equação (2) e determinar seu respectivo termo de erro, foi criada a variável *QUALI 2* (Qualidade do Lucro), que representa o módulo do resíduo do modelo (2). O modelo foi estimado por ano e setor (Econômática®) observando que, quanto maior o valor de *QUALI 2*, maior a quantidade de *accruals* discricionários e, conseqüentemente, menor qualidade dos lucros.

Destarte, sendo os *accruals* discricionários nossa métrica para qualidade do lucro, após estimar as equações (1) e (2) e determinar seus respectivos termos de erro, teremos a variável *QUALI* (Qualidade do Lucro) para medir a grandeza desse *accruals*, onde:

$$QUALI = \text{Accruals Discricionários} \quad (3)$$

Para testar as hipóteses do efeito da participação dos fundos na qualidade do lucro das empresas, baseou-se pela equação de Lima et al. (2018) apresentada abaixo, na premissa de que empresas com maior participação de fundos de investimentos ou fundos de pensão possuem maior qualidade nos ganhos.

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 PIINST_{it} + \beta_2 ANALISTAS_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 VMPE_{it} + \beta_6 CRISE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde *QUALI* é o valor absoluto da qualidade do lucro da empresa i no período t ; *PIINST* é o percentual de investidores institucionais da empresa i no período t ; *ANALISTAS* é o número de analistas que acompanham a empresa i no período t ; *MTB* representa o cálculo do *market to book* da empresa i no período t ; *ALAV* é a taxa de alavancagem (dívidas em relação ao total de ativos) da empresa i no período t ; *VMPE* é um logaritmo natural do valor de mercado do patrimônio da empresa i no período t ; *CRISE* é uma variável *dummy* com o valor 1 para os anos de crise e 0 para todos os outros anos; e ε_{it} o termo de erro da empresa i no período t .

A equação (4) utilizada por Lima et al. (2018) foi adaptada, substituindo a variável *ANALISTAS* pelo conjunto das variáveis *BIG4* que é uma variável *dummy* com valor 1 para empresas que possuem auditoria externa por uma das quatro maiores firmas de auditoria e 0 para empresas que não possuem essa modalidade de auditoria no período t ; e *GOV*, que é uma variável *dummy* com valor 1 para empresas que possuem nível de governança classificadas no novo mercado, nível 1 ou nível 2 de governança da B3 e 0 para empresas que não possuem essa classificação no período t . Substituiu-se também a variável *PIINST* pela variável *PFINV*, que é o percentual de participação de fundos de investimentos da empresa i no período t ; ou *FPFEN*, que é o percentual de participação de fundos de pensão da empresa i no período t , originando os modelos a seguir:

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 PFINV_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 VMPE_{it} + \beta_7 CRISE_{it} + \varepsilon_{it}, \quad j = 1,2 \quad (5)$$

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 FPFEN_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 VMPE_{it} + \beta_7 CRISE_{it} + \varepsilon_{it}, \quad j = 1,2 \quad (6)$$

Há no trabalho a necessidade de se utilizar duas bases para aplicação das equações (5) e (6). Uma base completa, que contempla tanto as empresas que possuem fundos de investimentos no rol dos cinco maiores acionistas quanto as que não tem essa participação, e outra reduzida, que se limita apenas às companhias que possuem fundos de investimentos entre os maiores acionistas. Em cada uma dessas bases serão aplicadas as métricas de qualidade dos lucros (*QUALI 1* e *QUALI 2*).

Além das equações (5) e (6), para a amostra completa, serão estimados modelos em que se usa, ao invés do percentual de participação, uma *dummy* para segregar as empresas que possuem em seu quadro acionário fundos de investimentos e/ou fundos de pensão entre os cinco maiores acionistas daquelas que não possuem nessa situação. Assim, serão estimados, também, os seguintes modelos para as bases completas:

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 d_PFINV_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 VMPE_{it} + \beta_7 CRISE_{it} + \varepsilon_{it}, \quad j = 1,2 \quad (7)$$

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 d_FPFEN_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 VMPE_{it} + \beta_7 CRISE_{it} + \varepsilon_{it}, \quad j = 1,2 \quad (8)$$

Onde é uma variável *dummy* com valor 1 para companhias que possuem, entre os cinco maiores acionistas, fundos de investimentos e 0 para as outras empresas e *d_FPFEN* é uma variável *dummy* com valor 1 para empresas que possuem, entre os cinco maiores acionistas, fundos de pensão e 0 para as outras companhias. As demais variáveis dos modelos (7) e (8) permanecem com as mesmas descrições da equação (5).

Testes compararam as médias e as variâncias da qualidade da informação para o grupo que possui fundos de investimentos entre os maiores acionistas e o grupo que não possui, assim como para o grupo que possui fundos de pensão dentre os maiores investidores e o que não possui. O intuito desse comparativo é responder quais dos grupos carregam uma maior quantidade de *accruals* discricionários.

A pesquisa de Lima et al. (2018), amparada pelo trabalho de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) apontam que, se o resíduo da equação (4) representar a quantidade de *accruals* discricionários, e maiores *accruals* discricionários refletirem menor qualidade dos lucros, então a relação entre a participação dos investidores institucionais e a qualidade dos lucros pode ser testada pela regressão dos resíduos da regressão em relação ao percentual de participação daqueles investidores. Igual entendimento se estende para as equações (5), (6), (7) e (8) em relação aos fundos de investimentos e de pensão.

Em cada um dos casos, foram utilizados estimador de efeito fixo e de efeito aleatório e aplicado o teste de Hausman para a escolha do estimador mais adequado. Cada modelo foi ainda testado a partir do estimador MQO controlado por efeito fixo de ano e setor (classificação Econômica®).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Ao analisar a qualidade da informação contábil, nota-se que para qualquer uma das duas métricas adotadas há uma alta dispersão, o que indica que os *accruals* discricionários são extremamente voláteis para a amostra estudada, conforme Tabela 1.

Em relação à variável do percentual de participação dos fundos de investimento, evidencia-se que mesmo incluindo empresas que não têm nenhuma participação, em média, tem-se 2,34% de participações acionárias desses fundos. Já em relação aos fundos de pensão, esse percentual é, em média, de 1,39%. Para as variáveis *dummies*, criadas para medir se cada empresa tem ou não participação de fundos, foi encontrado que, em média, apenas 15,6% da amostra possui fundos de investimentos e 11,1% da amostra tem fundos de pensão entre um dos cinco maiores acionistas das empresas estudadas. Pode-se apontar ainda que 67% das empresas são auditadas por uma empresa de auditoria reconhecida como “Big4” e que aproximadamente 64% dessas companhias estão classificadas nos perfis de governança nível 1, nível 2 ou novo mercado da B3, o que demonstra forte participação desses controles na amostra estudada.

Tabela 1 - Estatística descritiva

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo.								
Variável	Observações	Média	Coef. Var.	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
QUALI1	862	0.057	1.244	0.00081	0.01484	0.03285	0.06517	0.39533
QUALI2	648	0.114	1.479	0.00266	0.0343	0.07207	0.14016	1.35353
PFINV	648	2.34%	3.224	0	0	0	0	47.61%
d_PFINV	648	15.6%	2.329	0	0	0	0	1
FPEN	648	1.39%	3.515	0	0	0	0	30.98%
d_FPEN	648	11.1%	2.831	0	0	0	0	1
BIG4	648	67.3%	0.698	0	0	1	1	1
GOV	648	63.9%	0.752	0	0	1	1	1
MTB	648	1.530	1.419	-1.821	0.343	0.878	1.808	10.78
ALAV	648	0.797	0.957	0.112	0.474	0.617	0.794	5.266
VMPE	648	20.54	0.113	15.31	18.86	20.80	22.30	25.57
CRISE	648	0.667	0.708	0	0	1	1	1

Onde: QUALI1 é a métrica de qualidade (*accruals* discricionários) utilizada no modelo de Dechow (2002) modificado; QUALI2 é a métrica de qualidade (*accruals* discricionários) utilizada no modelo de Jones (1991) modificado; PFINV é o percentual de participação de fundos de investimentos; d_PFINV é uma variável *dummy* com valor 1 para companhias que possuem fundos de investimentos e 0 para as outras empresas; FPEN é o percentual de participação de fundos de pensão; d_FPEN é uma variável *dummy* com valor 1 para companhias que possuem fundos de pensão e 0 para as demais empresas; BIG4 é uma variável *dummy* com valor 1 para empresas que possuem auditoria externa por uma das quatro maiores firmas de auditoria e 0 para empresas que não possuem essa auditoria; GOV é uma variável *dummy* com valor 1 para empresas que possuem nível de governança classificadas no novo mercado, nível 1 ou nível 2 de governança da B3 e 0 para empresas que não possuem essa classificação; MTB representa o cálculo do market to book; ALAV é a taxa de alavancagem; VMPE é um logaritmo natural do valor de mercado do patrimônio da empresa; e CRISE é uma variável *dummy* com o valor 1 para os anos de crise e 0 para os outros anos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 2 apresenta os resultados dos testes de média comparadas entre dois grupos. O grupo dos cinco maiores acionistas foi tachado de “Grupo 1” e o agrupamento de empresas que não possuem essa característica de “Grupo 0”. Podemos ver que as médias e medianas tem na maior parte das vezes uma posição distinta, indicando uma assimetria da distribuição das variáveis e concentração das observações em clusters mais altos.

O painel A mostra que há diferenças significativas na volatilidade dos *accruals* discricionários ao utilizar a segunda métrica de qualidade (QUALI 2). Pode-se dizer que o grupo de empresas que possui fundos de investimentos entre os cinco maiores acionistas, em média, tem volatilidade menor, sugerindo que há um aumento da qualidade da informação contábil quando se pertence a esse grupo, uma vez que a volatilidade dos resíduos também é usada como uma métrica de qualidade. Entendimento semelhante ocorre também com o grupo que possui fundos de pensão entre os cinco maiores acionistas, conforme exposto no painel C.

O painel B da Tabela 2 revela que não existe diferença estatisticamente significativa entre o grupo de empresas que possui fundos de investimentos entre os cinco maiores acionistas (Grupo 1) e o grupo de empresas que não possuem essa característica (Grupo 0), em relação as duas métricas de qualidade do lucro. Em média, o fato de estar nessa categoria (com fundos de investimento entre os maiores acionistas) não afeta os *accruals* discricionários (Tabela 2).

Todavia, ao observar o teste de médias realizado entre o grupo de empresas que possui fundos de pensão entre os cinco maiores acionistas (Grupo 1) e o grupo de empresas que não possuem essa característica (Grupo 0), em relação as duas métricas de qualidade do lucro, foram encontradas diferenças estatisticamente significativas, mostrando que, em média, o fato de possuir fundos de pensão entre os maiores acionistas afeta ligeiramente a mensuração dos *accruals* discricionários, conforme ilustrado no painel D (Tabela 2).

Tabela 2 - Teste de qualidade de *Accruals*

QUALI1	QUALI2
Painel A: Teste de Variância - Fundos de Investimentos	
H0: razão $[sd(0) / sd(1)] > 1$ 1.041	H0: razão $[sd(0) / sd(1)] > 1$ 1.703***
Painel B: Teste de Média - Fundos de Investimentos	
H0: diferença $[Média(0) - Média(1)] > 0$ 0.0022097	H0: diferença $[Média(0) - Média(1)] > 0$ 0.0605574
Painel C: Teste de Variância - Fundos de Pensão	
H0: razão $[sd(0) / sd(1)] > 1$ 1.348***	H0: razão $[sd(0) / sd(1)] > 1$ 1.450***
Painel D: Teste de Média - Fundos de Pensão	
H0: diferença $[Média(0) - Média(1)] > 0$ 0.0149308**	H0: diferença $[Média(0) - Média(1)] > 0$ 0.0441044**

Onde: QUALI1 é a métrica de qualidade (*accruals* discricionários) utilizada no modelo de Dechow (2002) modificado; QUALI2 é a métrica de qualidade (*accruals* discricionários) utilizada no modelo de Jones (1991) modificado.

Nota: (*) 10% de significância; (**) 5% de significância; (***) 1% de significância. Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 3 apresenta os resultados das correlações entre as variáveis do estudo. Como esperado, existe uma correlação muito forte (0.7225) entre as variáveis PFINV e a *dummy* criada para substituir essa variável (d_PFINV) e mais forte ainda (0.8053) entre as variáveis PFPEN e a *dummy* criada para substituir essa variável (d_PFPEN).

Analisando-se as medidas de qualidade, as duas métricas (QUALI 1 e QUALI 2) tem associação negativa estatisticamente significativa, considerando um nível de 5% de significância, para as variáveis BIG4 e GOV, o que significa dizer que, se analisadas essas variáveis isoladamente, o fato de ser auditada por uma empresa de auditoria classificada como “Big4”, bem como o fato de estar nos mais altos níveis de governança de acordo com a B3, aumenta a qualidade do lucro, uma vez que quanto menor a métrica, maior a qualidade da informação contábil, resultado este alinhado com o esperado, dado que esses mecanismos de controle pressupõe melhorar a qualidade da informação (Tabela 3).

Também se apresentaram estatisticamente significantes as duas métricas de qualidade e com associação negativa as variáveis MTB e VMPE, e com associação positiva a variável ALAV. Tais associações ratificam as correlações e direcionamentos esperados por esse estudo (Tabela 3).

Tabela 3 - Análise de correlação

A Tabela 3 apresenta as correlações das variáveis do estudo.

Variável	QUALI1	QUALI2	PFINV	d_PFINV	PFPEN	d_PFPEN	BIG4	GOV	MTB	ALAV	VMPE	CRISE
QUALI1	1											
QUALI2	0.4339*	1										
PFINV	0.0202	-0.0614	1									
d_PFINV	-0.0156	-0.0712	0.7225*	1								
PFPEN	-0.0573	-0.0139	0.0192	0.0878*	1							
d_PFPEN	-0.0678	-0.0336	0.0385	0.1188*	0.8053*	1						
BIG4	-0.1598*	-0.1073*	0.0572	0.0548	0.0342	0.0372	1					
GOV	-0.0908*	-0.1739*	0.1126*	0.1193*	-0.0165	-0.0511	0.4002*	1				
MTB	-0.0947*	-0.1520*	0.0068	-0.0023	-0.0481	-0.0497	0.1622*	0.1483*	1			
ALAV	0.4719*	0.6132*	-0.0567	-0.0447	-0.0546	-0.0717	-0.2675*	-0.2429*	-0.1907*	1		
VMPE	-0.2836*	-0.2968*	0.0828*	0.1062*	-0.0008	0.0201	0.4759*	0.4324*	0.4021*	-0.4492*	1	
CRISE	-0.0104	0.0276	0.0341	0.0241	0.0314	0.0208	-0.0326	0	-0.0970*	-0.0319	-0.0731	1

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota: Correlações marcadas com uma estrela (*) são estatisticamente significativas, considerando um nível de 5% de significância.

A Tabela 4 apresenta os resultados para as estimativas dos modelos que se utilizam da primeira métrica de qualidade e base de dados completa. No painel A, pode-se verificar que os fundos de investimento não são estatisticamente associados à primeira métrica de qualidade, seja através da participação dos fundos de investimento, seja através da variável *dummy*. Resultado semelhante também é observado no painel B, onde nenhuma associação estatisticamente significativa é encontrada entre os fundos de pensão e a primeira métrica. Em todos os modelos, apenas a variável VMPE e a alavancagem apresentaram resultados com significância estatística (Tabela 4).

Tabela 4 - Estimativas dos modelos de regressão com base completa e QUALI 1

Painel A: Modelos utilizando participação dos Fundos de Investimento					
Variável	Dependente				
	QUALI 1				
PFINV		0.000609		0.000500	
d_PFINV			0.00465		-0.00162
BIG4		-0.00321	-0.00317	0.00130	0.00162
GOV		0.00907	0.00961	0.00218	0.00297
MTB		0.00113	0.00110	0.00158	0.00149
ALAV		0.0369***	0.0368***	0.0345***	0.0345***
VMPE		-0.00393**	-0.00389**	-0.00484**	-0.00473**
CRISE		-0.000984	-0.000745	0.00195	0.00230
Constante		0.101***	0.101***	0.117***	0.114***
Controle de ano e setor		Não	Não	Sim	Sim
Observações		647	647	647	647
Estimador		Ef. Aleatório	Ef. Aleatório	MQO	MQO

Painel B: Modelos utilizando participação dos Fundos de Pensão					
Variável	Dependente				
	QUALI 1				
PFPEN		-0.000476		-0.000180	
d_PFPEN			-0.00661		-0.00447
BIG4		-0.00309	-0.00309	0.00173	0.00174
GOV		0.00977	0.00954	0.00275	0.00258
MTB		0.00103	0.00102	0.00148	0.00148
ALAV		0.0366***	0.0366***	0.0344***	0.0343***
VMPE		-0.00383**	-0.00379**	-0.00473**	-0.00473**
CRISE		-0.000519	-0.000572	0.00234	0.00237
Constante		0.101***	0.100***	0.114***	0.114***
Controle de ano e setor		Não	Não	Sim	Sim
Observações		647	647	647	647
Estimador		Ef. Aleatório	Ef. Aleatório	MQO	MQO

Nota: Coeficientes marcados com um asterisco (*) são significativos a 10% de significância; coeficientes marcados com dois asteriscos (**) são significativos com 5% de significância e coeficientes marcados com três asteriscos (***) são estatisticamente significativos com 1% de significância.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A segunda tabela de regressão (Tabela 5) apresenta os resultados da estimativa dos modelos para a base de dados completa para a segunda métrica de qualidade. A especificação na qual se utiliza a *dummy* criada para separar o grupo de empresas que possuem fundos de investimentos entre os maiores acionistas e as que não possuem, se mostra estatisticamente significativa e com sinal negativo no painel A. Esse resultado indica que as empresas que estão no grupo que possui fundos entre os maiores acionistas, em média, possuem menor nível de *accruals* discricionários quando comparada às empresas que não possuem fundos entre os maiores investidores. Esse achado aponta que estar no grupo que possui fundos de investimentos entre os cinco maiores acionistas pode ajudar a gerar um aumento da qualidade da informação contábil. Esse resultado não se sustenta na abordagem que investiga a participação percentual desses fundos de investimento (Tabela 5).

No painel B foram encontrados resultados estatisticamente significativos e com associação positiva entre a segunda métrica de qualidade e os fundos de pensão quando se utilizou o percentual de participação desses fundos na participação acionária das companhias. Esse resultado indica que, em média, empresas que possuem maior participação de fundos de pensão em seu quadro acionário estão sujeitas a um maior nível de *accruals* discricionários e, conseqüentemente, apresentam uma pior qualidade dos resultados (Tabela 5).

Tabela 5 - Estimativas dos modelos de regressão com base completa e QUALI 2

Painel A: Modelos utilizando participação dos Fundos de Investimento					
Variável	Dependente				
	QUALI 2				
PFINV		-0.000671		-0.000409	
d_PFINV			-0.0214		-0.0235**
BIG4		0.0209	0.0206	0.0289*	0.0288*
GOV		-0.0119	-0.0114	-0.0174	-0.0162
MTB		-0.00239	-0.00245	-0.00368	-0.00382
ALAV		0.130***	0.130***	0.128***	0.128***

Painel A: Modelos utilizando participação dos Fundos de Investimento					
Variável	Dependente				
	QUALI 2				
VMPE		-0.00207	-0.00186	-0.00263	-0.00251
CRISE		0.0158*	0.0159*	0.0229*	0.0230*
Constante		0.0411	0.0384	0.0235	0.0201
Controle de ano e setor		Não	Não	Sim	Sim
Observações		648	648	648	648
Estimador		Ef. Aleatório	Ef. Aleatório	MQO	MQO
Painel B: Modelos utilizando participação dos Fundos de Pensão					
Variável	Dependente				
	QUALI 2				
PFPEN		0.000368		0.00148*	
d_PFPEN			-0.00287		0.0142
BIG4		0.0209	0.0211	0.0276*	0.0282
GOV		-0.0128	-0.0130	-0.0171	-0.0171
MTB		-0.00229	-0.00234	-0.00347	-0.00355
ALAV		0.130***	0.130***	0.129***	0.129***
VMPE		-0.00218	-0.00218	-0.00282	-0.00276
CRISE		0.0153	0.0155*	0.0221*	0.0224*
Constante		0.0417	0.0428	0.0275	0.0260
Controle de ano e setor		Não	Não	Sim	Sim
Observações		648	648	648	648
Estimador		Ef. Aleatório	Ef. Aleatório	MQO	MQO

Nota: Coeficientes marcados com um asterisco (*) são significativos a 10% de significância; coeficientes marcados com dois asteriscos (**) são significativos com 5% de significância e coeficientes marcados com três asteriscos (***) são estatisticamente significativos com 1% de significância.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 6 apresentou os resultados para a base de dados reduzida também para as duas métricas de qualidade. No painel A verifica-se que a variável principal a respeito do percentual de participação de fundos de investimento (PFINV) não é estatisticamente significativa para explicar a qualidade das informações. Todavia, ao tratar dos fundos de pensão (PFPEN), o painel B nos mostra novamente uma associação positiva entre o percentual desses fundos com a segunda métrica de qualidade, reforçando a percepção que a participação dos fundos de pensão no quadro acionário das companhias brasileiras, em média, proporciona uma qualidade dos lucros mais baixa que as empresas que não tem participação desses fundos (Tabela 6).

Tabela 6 - Estimativas dos modelos de regressão com base reduzida (QUALI1 e QUALI2)

Painel A: Base reduzida contendo Fundos de Investimento					
Variável	Dependente				
		QUALI1	QUALI1	QUALI2	QUALI2
PFINV		-0.00307	0.00099	-0.000264	-0.000178
BIG4		-0.0163	-0.01809	-0.00267	-0.0127
GOV		(omitted)	0.02216	-0.00363	0.00807
MTB		-0.00903	0.01219	0.00764	-0.0128*
ALAV		0.1278***	-0.00973	0.0451**	0.0400
VMPE		0.0587	-0.01097	-0.00709	0.0148
CRISE		0.0399**	0.01953	0.0160	-0.00536
Constante		-1.2334	0.22187	0.189	-0.253
Controle de ano e setor		Não	Sim	Não	Sim
Observações		101	101	101	101
Estimador		Ef. Fixo	MQO	Ef. Aleatório	MQO
Painel B: Base reduzida contendo Fundos de Pensão					
Variável	Dependente				
		QUALI1	QUALI1	QUALI2	QUALI2
PPPEN		-0.00008	4.561e-06	-0.00116	0.00344**
BIG4		0.00665	0.01802	0.116**	0.0334
GOV		-0.02775**	-0.01552	(omitted)	-0.0408
MTB		-0.00326	-0.00029	-0.0189	-0.0111
ALAV		0.08649***	0.04262	0.0918	0.00463
VMPE		-0.00035	-0.00516	-0.00838	-0.0247***
CRISE		-0.00352	-0.00472	0.0517*	0.0232
Constante		0.01310	0.13488	0.13049	0.62246***
Controle de ano e setor		Não	Sim	Não	Sim
Observações		72	72	72	72
Estimador		Ef. Aleatório	MQO	Ef. Fixo	MQO

Considerando os resultados obtidos com a utilização do estimador MQO para as duas métricas de qualidade, realizamos um teste de robustez utilizando esse mesmo estimador unindo, em uma só regressão, a participação dos fundos de investimentos e dos fundos de pensão, representada pelo modelo:

$$\begin{aligned}
 QUALI_{jit} = & \beta_0 + \beta_1 PFINV_{it} + \beta_2 PFPEN_{it} + \beta_3 BIG4_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 MTB_{it} \\
 & + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 VMPE_{it} + \beta_8 CRISE_{it} + \varepsilon_{it}, \\
 & j = 1,2 \quad (10)
 \end{aligned}$$

A descrição das variáveis usadas na equação (10) é a mesma apresentada nas equações (6) e (7).

Assim como nos demais testes, substituímos as variáveis PFINV e PFPEN pelas dummies d_PFINV e d_PFPEN, respectivamente, dando origem ao modelo:

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 d_{PFINV_{it}} + \beta_2 d_{PFPEN_{it}} + \beta_3 BIG4_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 VMPE_{it} + \beta_8 CRISE_{it} + \varepsilon_{it},$$

$j = 1, 2$ (11)

A descrição das variáveis usadas na equação (11) é a mesma apresentada nas equações (8) e (9).

A tabela 07 apresenta esse teste de robustez considerando a base de dados completa e as duas medidas de qualidade. Os resultados convalidam os achados dos testes anteriores, onde o indicador trazido pela dummy criada para separar o grupo de empresas que possuem fundos de investimentos entre os maiores acionistas e as que não possuem, novamente sugere que possuir esses fundos na composição acionária reduz os accruals discricionários. Para os fundos de pensão também obtivemos o mesmo resultado de testes anteriores: uma associação positiva entre o percentual de participação dos fundos de pensão e a métrica de qualidade criada por Jones (1991) alterada por Dechow et al. (1995), indicando que, em média, uma maior participação de fundos de pensão no quadro acionário das empresas implica em uma maior quantidade de accruals discricionários e, conseqüentemente, menor qualidade dos resultados (Tabela 07).

Tabela 7 - Estimativas dos modelos com fundos de investimentos e pensão na mesma regressão

A tabela 07 apresenta os resultados encontrados para os modelos estimados com a base de dados completa, reunindo na mesma regressão tanto os fundos de investimentos quanto os fundos de pensão.

A primeira e a terceira coluna apresentam, respectivamente, a primeira e a segunda métrica de qualidade, através do modelo:

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 PFINV_{it} + \beta_2 PFPEN_{it} + \beta_3 BIG4_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 VMPE_{it} + \beta_8 CRISE_{it} + \varepsilon_{it}$$

A segunda e a quarta coluna apresentam, respectivamente, a primeira e a segunda métrica de qualidade, através do modelo:

$$QUALI_{jit} = \beta_0 + \beta_1 d_{PFINV_{it}} + \beta_2 d_{PFPEN_{it}} + \beta_3 BIG4_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 VMPE_{it} + \beta_8 CRISE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Os resultados apresentados em todas as colunas são controlados por ano e setor, tendo MQO como estimador.

Abaixo de cada coeficiente, em itálico, estão reportadas as respectivas estatísticas t. Coeficientes marcados com uma estrela (*) são estatisticamente diferentes de zero com 10% de significância; marcados com duas estrelas (**) são estatisticamente diferentes de zero com 5% de significância; e marcados com três estrelas (***) são estatisticamente diferentes de zero com 1% de significância.

Variável	Dependente			
	QUALI1	QUALI1	QUALI2	QUALI2
PFINV	0.00050 1.210		-0.00040 -0.800	
PFPEN	-0.00017 -0.370		0.00148* 1.950	
d_PFINV		-0.00125 -0.170		-0.02496** -2.140
d_PFPEN		-0.00431 -0.620		0.01728 1.280
BIG4	0.00143 0.270	0.00175 0.330	0.02786* 1.880	0.02829* 1.920
GOV	0.00208 0.410	0.00268 0.541	-0.01658 -1.480	-0.01508 -1.350
MTB	0.00156 0.910	0.00147 0.860	-0.00353 -1.410	-0.00374 -1.480
ALAV	0.03444*** 4.850	0.03432*** 4.820	0.12868*** 5.270	0.12842*** 5.270
VMPE	-0.00483** -2.510	-0.00472** -2.440	-0.00274 -0.690	-0.00256 -0.650
CRISE	0.00202 0.360	0.00238 0.420	0.02237* 1.840	0.02264* 1.870
Constante	0.11668*** 2.990	0.11363*** 2.890	0.02517 0.290	0.01983 0.230
Controle de ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	648	648	648	648
Estimador	MQO	MQO	MQO	MQO

Fonte: Elaborado pelo autor

Em síntese, os resultados encontrados sugerem que possuir fundos de investimentos na composição acionária acarreta uma menor quantidade de *accruals* discricionários e possuir fundos de pensão no quadro acionário uma maior quantidade desses *accruals*. Em outros termos, os fundos de investimento contribuem para uma melhor qualidade dos lucros enquanto os fundos de pensão ensejam uma pior qualidade dos resultados.

Os achados envolvendo os fundos de investimento corroboram os resultados da pesquisa de Lima et al. (2018), que encontrou uma relação positiva entre a participação dos investidores institucionais e a qualidade dos lucros.

Ao estudar os fundos brasileiros de previdência complementar, De Conti (2016) expõe que fundos fechados possuem uma tolerância para períodos de baixa rentabilidade maior que os fundos abertos. O autor também apontou que fundos de pensão ligados a empresas públicas podem ter suas estratégias de investimento comprometidas, uma vez que existem membros de empresas públicas no conselho desses fundos. Nessa mesma linha, Brey, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2013) apontam que o fato de o governo atuar como único dono de fundos com grande potencial financeiro como Petros, Funcef e Previ é uma maneira de, indiretamente, não só influenciar as companhias sem estar necessariamente ligado a elas como também toda a economia.

Os resultados mostraram inconsistência de significância, dependendo do estimador utilizado. A limitação possivelmente está atrelada à baixa proporção de empresas com os maiores acionistas sendo fundos de pensão ou investimento. Assim, o fato de possuir maior participação de fundos de pensão na composição acionária indica menor qualidade dos lucros sugere que a participação do governo nesses fundos é determinante para essa associação negativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo avaliar os efeitos da participação de fundos de investimento e de fundos de pensão na qualidade dos lucros, seja pelo fato de existirem ou não fundos dentre os maiores acionistas, seja pelo percentual de participação acionária desses fundos nas companhias.

Foram utilizados os modelos de Dechow e Dichev (2002), modificado por Jones, Krishnan e Melendrez (2008); o modelo de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995); e o modelo sugerido por Lima et al. (2018) para avaliar os efeitos da participação de fundos de investimento e de fundos de pensão na qualidade dos lucros.

Os resultados encontrados mostram que empresas que possuem fundos de investimentos entre os cinco maiores acionistas apresentam maior qualidade dos lucros que aquelas que não possuem essa condição. Tal afirmativa decorre do fato de que essas empresas possuem um menor nível de *accruals* discricionários quando comparadas às companhias que não possuem fundos de investimento entre os maiores investidores, conforme apontado pela segunda métrica de qualidade utilizada nesse estudo Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

Todavia, ao investigar se, quanto maior o percentual de participação dos fundos de investimentos em empresas, maior a qualidade do lucro, constatou-se que o percentual de participação desses fundos não é relevante para determinação da qualidade dos lucros, seja na primeira ou segunda métrica de qualidade adotadas. Em suma, não foi encontrado nenhum resultado significativo para afirmar que o percentual de participação de fundos de investimentos nas companhias está vinculado à qualidade dos resultados. Esse resultado não convalida os achados de Lima et al. (2018), que evidenciaram que a participação de investidores institucionais (nesse caso os fundos de investimentos) está associada a uma maior qualidade dos lucros.

Nenhum dos resultados encontrados possui significância estatística para afirmar que empresas que possuem fundos de pensão entre os cinco maiores acionistas apresentam maior qualidade dos lucros que aquelas que não possuem essa condição.

Entretanto, ao investigar se quanto maior o percentual de participação dos fundos de pensão em empresas, maior a qualidade do lucro, encontrou-se, utilizando a segunda métrica de qualidade Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), que quanto maior a participação desses fundos na composição acionária das companhias, pior a qualidade do lucro, uma vez que a métrica nos revela maior quantidade de *accruals* discricionários. Os resultados indicados indicam a necessidade de maior acompanhamento dos reguladores para se compreender se a queda na qualidade de lucro está relacionada à utilização da empresa para o benefício dos grandes acionistas em detrimento dos minoritários.

Os resultados dessa pesquisa trazem contribuições inovadoras, principalmente (mas não somente) a analistas e investidores, acerca do entendimento da participação dos fundos de investimentos e fundos de pensão na qualidade da informação contábil apresentada pelas companhias abertas brasileiras.

As limitações da pesquisa decorrentes da pouca representatividade de empresas com os 5 principais acionistas são fundos de pensão ou investimento, geram inconsistência de significância e menor capacidade de explicação das relações empíricas. A indicação é para avaliar com novos estimadores e uma amostra mais robusta, bem como utilizar novos métodos para o cálculo dos *accruals* discricionários.

REFERÊNCIAS

- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. (2019a). Recuperado em 27 julho, 2019, de <http://www.abrapp.org.br/Abrapp/Paginas/Associadas.aspx>.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. (2019b). Revista da Previdência Complementar [online]. Ano XXXVIII, número 423, julho/agosto. Recuperado em 08 setembro 2019, de http://biblioteca.abrapp.org.br/asp/download.asp?codigo=189874&tipo_midia=0&IndexSrv=1&Usuario=0&obra=22173&tipo=3&Banner=0&Idioma=0.
- Assaf Neto, A. (2018). *Mercado Financeiro*, 14 ed. São Paulo: Atlas.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2013). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(1).
- Chang, H. Y., Liang, L. H., & Yu, H. F. (2019). Market power, competition and earnings management: accrual-based activities. *Journal of Financial Economic Policy*.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Pronunciamento Conceitual Básico (R2): Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (CPC 00). Recuperado em 05 novembro, 2023, de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>.
- Comitê De Pronunciamentos Contábeis (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1): Apresentação das Demonstrações Contábeis. Recuperado em 30 novembro, 2018, de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>.
- Correia, T. S., Costa, I. L. S., & Lucena, W. G. L. (2018). Influência dos perfis de profissionais de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimento à luz da teoria da sinalização. *Revista Universo Contábil*, 14(1), 72.
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM. (2014). Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Recuperado em 15 outubro, 2018, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., & Rezende, A. J. (2010). Governança corporativa e acurácia das previsões individuais dos analistas: uma análise no mercado brasileiro. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*.
- Dalmácio, F. Z., Nossa, V., & Zanquetto Filho, H. (2007). Avaliação da relação entre a performance e a taxa de administração dos fundos de ações ativos brasileiros. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 1(3), 1-20.
- De Conti, B. (2016). *Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos*. Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(supplement), 35-59.
- Dechow, P., & Schrand, C. (2004). *Earnings Quality*. The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting & Economics*, 50(2/3), 344-401.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Funchal, B., Lourenço, D., & Motoki, F. Y. S. (2016). Sofisticação dos investidores, liberdade de movimentação e risco: um estudo do mercado brasileiro de fundos de investimento em ações. *Revista de Contabilidade e Organizações - USP*, (28), 45-57.
- Hand, J. R. M. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis. *The Accounting Review*, 65(4), 740-763.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, (29), 193-228.
- Jones, K. L., Krishnan, G. V., & Melendrez, K. D. (2008). Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical analysis. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 499-531.
- Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Recuperado em 27 julho, 2019, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp109.htm.
- Lima, G. A. F. S., Góis, A. D., De Luca, M. M. M., & Sousa, E. P. (2018). Effect of Institutional Investor Participation on Price Lead Earnings and Earnings Quality: International Evidence. *Journal of International Accounting Research*, 17(1), 103-119.
- Lustosa, P. R. B., Fernandes, J. L. T., Nunes, D. M. S., & Araujo Júnior, J. B. (2010). Estimativas contábeis e qualidade do lucro: análise setorial no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 4(2), 43-61.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L. de, & Paulo, E. (2019). Earnings Management and Quarterly Discretionary Accruals Level in the Brazilian Stock Market. *Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314.
- Silvestre, A. O., Costa, C. M., & Kronbauer, C. A. (2018). Audit Rotation And Earnings Quality: An Analysis Using Discretionary Accruals. *Brazilian Business Review*, 15(5), 410-426.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71, 289-315.
- Sobrinho, É. J., & Malaquias, R. F. (2018). Dividendos, composição de carteiras e performance de fundos de ações. *Revista Universo Contábil*, 14(1), 143.