



Revista  
**Cadernos de  
Finanças Públicas**

02 | 2024



**TESOURO NACIONAL**

## OS EFEITOS DA PARTICIPAÇÃO ESTATAL PARA A QUALIDADE DOS LUCROS EM EMPRESAS BRASILEIRAS

Ana Paula Gonçalves de Siqueira

FUCAPE

### RESUMO

O presente artigo tem o objetivo de analisar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros no cenário do mercado de capitais brasileiro. Na presente pesquisa, foram examinados dados de empresas listadas na bolsa de valores B3 no período entre 1995 e 2015. Os resultados apresentados contradizem a literatura internacional sobre o tema, demonstrando que, no ambiente brasileiro, a participação estatal exerce efeitos inversos sobre a qualidade dos lucros quando comparado com os resultados de pesquisas em outros países.

**Palavras-chave:** State-owned enterprises (SOEs), participação estatal, qualidade dos lucros, estrutura de propriedade, mercado de capitais brasileiro.

**Código JEL:** R

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	4
2. QUALIDADE DOS LUCROS E SOEs: REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES .....	5
3. METODOLOGIA .....	8
3.1 Amostra .....	8
3.2 Desenho da Pesquisa .....	9
3.2.1 Modelo de Regressão Múltipla .....	9
3.2.1.1 Medidas de Qualidade dos Lucros: Variável Dependente.....	11
3.2.1.1.1 Accruals Discricionários (AD) .....	11
3.2.1.1.2 Earnings Persistence (EP) .....	12
4. RESULTADOS DA PESQUISA.....	13
4.1 Análise Empírica .....	13
4.2 Análise dos Resultados da Regressão Múltipla .....	17
5. CONCLUSÃO .....	21
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	24

## 1. INTRODUÇÃO

A partir da década de 1990, a privatização de empresas estatais devido a onda neoliberal nos levou a crer que a participação estatal no setor produtivo se apresentava em seu estágio final. No entanto, uma tendência recente foi observada, principalmente em economias emergentes: o ressurgimento do capitalismo estatal (THE ECONOMIST, 2012). Neste cenário, o capitalismo estatal se define como sendo, a participação do governo, como acionista, em diversas empresas, listadas em bolsas de valores, em diversos países, especialmente, em economias emergentes.

Com isso, relevantes corporações possuem participação estatal mas, se comportam, como se fossem multinacionais do setor privado (THE ECONOMIST, 2012), ajudando, com isso, a fomentar o desenvolvimento nacional em países nos quais o mercado de capitais ainda está em desenvolvimento (MUSACCHIO et. al., 2015).

Neste sentido, apesar do *desinvestimento* no setor produtivo a partir da década de 1990, as empresas em que o governo é acionista, denominadas na literatura internacional de “*state-owned enterprises (SOEs)*”, persistem e, atualmente, representam cerca de 32% do Produto Interno Bruto (PIB), empregando cerca de seis milhões de pessoas, além de representarem dois trilhões em valor de mercado em países emergentes (MUSACCHIO & LAZZARINI, 2014).

No contexto acima, Wooldridge (2012) tece a argumentação de que há um retorno à estatização de economias em países emergentes. No entanto, conforme Musacchio e Lazzarini (2013), as SOEs evoluíram para se tornarem empresas híbridas (*hybrid SOEs*) nas quais a participação estatal é mesclada com a participação de investidores privados. Para Bruton et. al. (2015), este fator fez com que as SOEs atuais instituíssem, em sua gestão, importantes aspectos, tais como: estratégia e governança corporativa, o que as tornaram diferentes das antigas SOEs ineficientes que foram criadas após a Segunda Guerra Mundial.

Apesar da relevante presença das SOEs no mercado de capitais atualmente, pesquisas com base em amostras de empresas nas quais o governo é um dos acionistas ainda são incipientes, especialmente naquelas em que a participação estatal é *compartilhada* com a participação de investidores privados. Na sua maioria, a literatura internacional, apresenta análises com base de dados de empresas em que o governo detém controle acionário, ou empresas em que o capital é cem por cento estatal.

Além disso, a maioria da literatura internacional sobre SOEs são pesquisas efetuadas com base em amostra de empresas chinesas, que estão localizadas em um cenário amplamente divergente do ambiente brasileiro e do contexto de outras economias emergentes, por exemplo

Índia. Desta forma, raramente são analisadas amostra de dados de empresas em que o governo divide a participação com investidores privados (empresas ou pessoas). Neste contexto, os efeitos da participação estatal em SOEs híbridas permanece pouco explorado cientificamente, principalmente no Brasil.

Considerando o que foi supramencionado, esta pesquisa buscou efetuar uma análise dos dados de empresas brasileiras listadas na B3 em diferentes níveis de participação estatal para um período de vinte anos no intuito de tentar acessar os efeitos desta participação neste novo contexto brasileiro de participação estatal híbrida. Os efeitos analisados consideram proxies de qualidade dos lucros apresentadas na literatura existente sobre o tema, quais sejam: a persistência dos lucros e o gerenciamento dos lucros.

Com isso, esta pesquisa objetivou contribuir para a literatura nos seguintes aspectos: Primeiro, ampliar a escassa literatura sobre este tipo peculiar de organização – *SOEs híbridas* – no contexto brasileiro, diversificando o limitado escopo da literatura internacional - que, geralmente, se restringe a analisar amostra de empresas chinesas – possibilitando, com isso, averiguar os efeitos, deste contexto, para a qualidade dos lucros (*earnings quality*). Segundo, os resultados dessa pesquisa lançam luz sobre a qualidade dos mecanismos de governança e regulamentação das SOEs brasileiras, contribuindo para possíveis readequações. Terceiro, os resultados desta pesquisa possibilitam instruir investidores acerca da qualidade das informações prestadas por empresas em que o governo também é investidor. E, por fim, os dados apresentados podem contribuir para a subsidiar formuladores de políticas públicas (*policy makers*) com informações relevantes acerca de relatórios contábeis de empresas nas quais objetivam alocar recursos do orçamento público no intuito de sanar lacunas, efetuar investimentos estratégicos ou para implementação de planos de desenvolvimento nacional.

## **2. QUALIDADE DOS LUCROS E SOEs: REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES**

As sociedades empresariais onde o governo é sócio participando ou influenciando as decisões de alocação de recursos, configuram um ambiente peculiar para o estudo da qualidade dos lucros. Conforme Shleifer e Vishny (1994), nessas empresas, as decisões estão sob a responsabilidade de gestores escolhidos por agentes políticos, e, com isso, as motivações nem sempre estão alinhadas com os objetivos dos demais acionistas.

Para Song et al. (2016), nas SOEs, um problema de “*duplo principal*” (*dual principal pro-*

*blem*) surge devido às incongruências dos interesses entre o acionista governo e os acionistas minoritários. Neste sentido, Hart (1980) argumenta que problemas de agência podem ser intensificados considerando que, neste cenário, os mecanismos de monitoramento de gestão não conseguem exercer sua função de fiscalização dos tomadores de decisão, levando à menores níveis de qualidade dos lucros.

Para Durnev e Fauver (2010), no ambiente específico do mercado de baixa accountability governamental e onde existe pouca barreira para expropriação governamental de recursos corporativos, existem mais incentivos para a manipulação de dados contábeis com o objetivo de esconder tais expropriações (Ben-Nasr et al., 2014).

Conforme La Porta et al. (1999), o governo, sendo sócio controlador, geralmente, possui direitos de controle (*control rights*) associados a direitos ao fluxo de caixa excedente (*excess cash flow rights*) e, além disso, participa da gestão da empresa, não sendo monitorado por outros acionistas, o que leva à baixos níveis de transparência. É importante destacar que, as premissas da Teoria da Restrição Orçamentária Flexível (*Soft Budget Constraints Theory*) formuladas por Kornai (1979), explicam o comportamento peculiar dos gestores das SOEs onde inexistente a possibilidade de falência devido ao fato de recursos estatais cobrirem prejuízos nas situações de baixo desempenho.

Para An et al. (2016), ambientes institucionais de baixa governança podem levar gestores a possuírem mais oportunidades e liberdade para expropriar os demais acionistas. Segundo Watts e Zimmerman (1978) devido à visibilidade social dessas empresas, tais decisões geram custos políticos, o que motiva gestores a efetuarem escolhas contábeis e operacionais para diminuir os custos políticos do baixo desempenho das entidades.

Em um estudo cross-country, Ben-Nasr et al. (2015) analisaram os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros em 350 empresas de mais de quarenta países. Os autores demonstram que a participação estatal está inversamente associada a qualidade dos lucros (*earnings quality*), e, além disso, que o impacto da participação estatal para a qualidade dos lucros varia conforme o ambiente institucional em que a empresa está inserida.

Nesse trabalho, os autores formulam a Hipótese da Interferência Política (*Political Interference Hypothesis*), segundo a qual argumentam que, em empresas com participação estatal, o “governo leva gestores à manipularem resultados para esconder canalização de recursos corporativos para atividades com objetivos políticos”, reduzindo, com isso a qualidade dos lucros (Ben-Nasr et al., 2015, p.393).

A presente pesquisa visa adicionar à análise efetuada por Ben-Nasr et al. (2015). Enquan-

to os autores avaliaram o cenário específico de privatizações entre empresas de diversos países para captar os efeitos do ambiente institucional, a presente pesquisa adota uma análise diversa ao examinar especificamente dados de empresas brasileiras listadas na B3 incluindo a participação estatal híbrida para testar a *Hipótese da Interferência Política* no contexto específico do mercado de capitais brasileiro, mais recente, que é caracterizado pela participação estatal compartilhada com investidores privados.

Neste contexto, conforme Inoue et. al. (2013), as SOEs brasileiras contemporâneas, o governo participa sendo acionista majoritário ou minoritário – participação híbrida – em empresas que possuem gestão autônoma e, não raro, bom desempenho (Bruton et. al., 2015).

Diferentemente de suas predecessoras, as atuais SOEs híbridas possuem governança e gestão comparáveis e, algumas vezes, melhores que as empresas de capital aberto em que o capital é totalmente privado. Em sua pesquisa sobre SOEs híbridas, Musacchio et. al. (2015), argumentam que, no Brasil, o governo se tornou sócio minoritário em empresas nas quais a privatização foi efetuada parcialmente, se tornando, com isso, sócio residual.

Além disso, Inoue et. al. (2013), demonstram que, no contexto brasileiro, o governo se torna acionista em empresas no intuito de sanar “vácuos institucionais” (*institutional voids*) característica de economias em desenvolvimento, tais como: mercado de capitais pouco desenvolvido, escassez de mão de obra qualificada e sistemas legais ineficientes.

Apesar os estudos supramencionados, a escassez de estudos evidencia as lacunas existentes na literatura nos levando a considerar tempestiva e pertinente uma análise contemporânea sobre os efeitos da participação estatal em empresas com essas características, considerando que os efeitos decorrentes de *novo tipo de participação estatal* permanece pouco analisado e, no contexto brasileiro, até onde sabemos, continua praticamente inexplorado.

Diante disso, consideramos os estudos mais recentes sobre empresas brasileiras com participação estatal que evidenciam que as SOEs híbridas brasileiras possuem características diversas daquelas empresas nas quais o Estado possuía participação no capital no período pós guerra. Desta forma, neste artigo são testadas as seguinte hipótese:

**H1:** No contexto brasileiro, a participação estatal híbrida está negativamente associada ao gerenciamento dos lucros.

**H2:** No contexto brasileiro, a participação estatal está positivamente associada à sustentabilidade dos lucros.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. Amostra

Para acessar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros no contexto brasileiro, foi efetuada a análise multivariada da série temporal de dados em painel de empresas listadas na B3 contidas na base de dados Econômica no período de 1995 a 2015. As empresas da amostra foram subdivididas em (1) SOEs (*state owned enterprises*); e (2) POEs (*private-owned enterprises*). Para testar a robustez dos resultados foram utilizadas cinco modalidades de participação estatal para rodar o modelo de regressão: **a.** governo é primeiro maior acionista; **b.** governo possui controle acionário; **c.** governo possui 20% ou mais de participação; **d.** governo é um dos três maiores acionistas; **e.** governo é um dos cinco maiores acionistas conforme demonstrado na Tabela 2. A Tabela 1 apresenta os dados da participação estatal das empresas da amostra.

**TABELA 1: Participação Estatal das Empresas Brasileiras Listadas de 1995 a 2015**

<b>Painel A: 1º Maior Acionista</b>	<b>Freq.</b>	<b>%</b>
POEs	14.615	85,81
SOEs	2.416	14,19
Total	17.031	100,00
<b>Painel B: Controle Acionário</b>	<b>Freq.</b>	<b>%</b>
POEs	14.615	88,47
SOEs	1.904	11,53
Total	16.519	100,00
<b>Painel C: Propriedade de 20%+ ações</b>	<b>Freq.</b>	<b>%</b>
POEs	14.161	98,02
SOEs	287	1,98
Total	14.448	100,00
<b>Painel D: Três Maiores Acionistas</b>	<b>Freq.</b>	<b>%</b>
POEs	12.654	74,30
SOEs	4.377	25,70
Total	17.031	100,00
<b>Painel E: Cinco Maiores Acionistas</b>	<b>Freq.</b>	<b>%</b>
POEs	12.347	72,50
SOEs	4.684	27,50
Total	17.031	100,00

Fonte: elaborado pelo autor

Os dados sobre a participação estatal nas empresas listadas na B3 foram coletadas, manu-

almente no sítio da Comissão de Valores Mobiliários na internet, no sítio da empresa de consultoria de mercado EconoInfo na internet e no sítio na internet das próprias empresas da amostra.

Devido a peculiaridade das demonstrações contábeis destas empresas, foram excluídas da amostra: (1) Bancos, (2) Bolsa de Valores e Commodities, (3) Corretoras de seguros, (4) Instituições de Intermediação de Crédito e Atividades Relacionadas, (5) Seguradoras, (6) Serviços Financeiros e Seguros, (7) Outros Bancos.

### **3.2 Desenho da Pesquisa**

#### **3.2.1 Modelo de Regressão Múltipla**

Os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros foram examinados utilizando-se o **modelo 1** de regressão apresentado abaixo:

$$EARNINGS\_QUALITY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \sum \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Neste modelo, GOV é a variável de interesse e representa o nível de participação estatal nas empresas da amostra. No intuito de avaliar os efeitos da propriedade estatal (*state ownership*) para diferentes níveis de participação acionária, como teste de robustez dos resultados, nesta pesquisa, GOV representa cinco variáveis distintas conforme descrito na Tabela 2.

Conforme a ampla literatura existente sobre o tema, diversos fatores podem influenciar a qualidade dos lucros (Ben-Nasr et al., 2015; Sousa & Galdi, 2016). Com isso, para controlar para os efeitos destes fatores, no modelo acima, CONTROLS representa as diferentes variáveis de controle utilizadas no modelo.

Seguindo a metodologia utilizada por Wang e Yung (2011), no modelo acima, CONTROLS engloba as seguintes variáveis de controle: (1) logaritmo do total de ativos (LogAtivo), utilizada para controlar para tamanho da empresa; (2) *market-to-book ratio* (M2B), calculada pelo quociente entre o total de valor de mercado da empresa e a diferença entre o ativo e passivo, utilizada para controlar para oportunidade de crescimento (Ben-Nasr & Cosset, 2014); (3) *debt-to-equity ratio* (D2E), medida pelo quociente entre o total do passivo e o total do patrimônio líquido, que controla para estrutura de capital e alavancagem; (4) *return-on-assets* (ROA), calculado pelo quociente entre lucro antes dos impostos (EBIT) dividido pelo valor contábil do total de ativos, utilizada para controlar para lucratividade; e (5) *Tobin's Q ratio* (QRatio), vari-

ável calculada pela soma do valor contábil do total do ativo e do valor de mercado do capital social da empresa menos o valor contábil do capital social dividido pelo valor contábil do total de ativos, sendo esta uma variável utilizada para controlar para valor de mercado e oportunidade de crescimento.

Ainda dentre as variáveis incluídas em *CONTROLS*, seguindo a ampla literatura existente que demonstra que os mecanismos de governança afetam a qualidade dos lucros (Gaio & Raposo, 2014), foram acrescentadas as variáveis: (1) empresa de auditoria (BIG4), sendo 1 se a empresa é auditada por empresas de auditoria incluídas no grupo das quatro maiores e 0 caso contrário; e (2) Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), onde 1 representa empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da B3 e 0 caso contrário.

A variável dependente  $EARNINGS\_QUALITY_{i,t}$  do modelo empírico, consiste na variável de qualidade dos lucros que, nesta pesquisa, em consonância com pesquisas anteriores (DECHOW et al., 2010); (BEN-NASR et al., 2015), são mensuradas por duas *proxies*:

- (1) *discretionary accruals* (*accruals* discricionários) - AD;
- (2) *earnings persistence* (persistência dos lucros) - EP.

**TABELA 2: Definição das Variáveis do Modelo de Regressão Múltipla**

Variável	Descrição das Variáveis
<b>1. Variáveis Dependentes: <i>Proxies</i> de Qualidade dos Lucros (<i>EARNINGS_QUALITY</i>)</b>	
ADJ91	<i>Accruals</i> discricionários pelo Modelo Jones (1991)
ADJ95	<i>Accruals</i> discricionários pelo Modelo Jones Modificado (Dechow, et al., 1995)
EP	<i>Earnings Persistence</i>
<b>2. Variáveis de Interesse: <i>Dummies</i> de Participação Estatal (GOV)</b>	
GOVT1	1 governo maior acionista, 0 caso contrário
GOVCTRL	1 governo detém controle acionário, 0 caso contrário
GOVT20	1 governo possui mais de 20% das ações, 0 caso contrário
GOVT3	1 governo está entre os três maiores acionistas, 0 caso contrário
GOVT5	1 governo está entre os cinco maiores acionistas, 0 caso contrário
<b>3. Variáveis de Controle: Variáveis de Controle para Outros Fatores (<i>CONTROLS</i>)</b>	
ROA	<i>Return-on-assets</i>
D2E	<i>Debt-to-equity</i>
M2B	<i>Market-to-book</i>
QRatio	Q ratio
LogAtivo	Logaritmo do total de ativos
NDGC	Variável <i>dummy</i> de NDGC, sendo 1 NDGC, 0 caso contrário
BIG4	Variável <i>dummy</i> de firma de auditoria, sendo 1 BIG4, e 0 caso contrário

Fonte: autor

### 3.2.1.1 Medidas de Qualidade dos Lucros: Variável Dependente

Nesta pesquisa, a qualidade dos lucros representa a variável dependente do modelo, com isso, utilizamos duas *proxies* descritas a seguir (Dechow et al., 2010; Ben-Nasr et al., 2010).

#### 3.2.1.1.1 Accruals Discricionários (AD)

A literatura apresenta diversos modelos para medir o total dos *accruals* discricionários. Nesta pesquisa, objetivando medir a robustez dos resultados oriundos da regressão dos modelos de *accruals*, foram utilizados dois modelos: Jones (1991) e Jones Modificado (Dechow et al, 1995). Conforme Jones (1991), os *accruals* discricionários são medidos utilizando-se o modelo a seguir demonstrado:

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_t + \beta_2 PPE_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Sendo que  $\Delta REV_{i,t}$  representa a variação da receita no tempo  $t$ ;  $PPE_{i,t}$  o total do ativo imobilizado no tempo  $t$  e  $\varepsilon_t$  são os resíduos do modelo que são considerados os *accruals* discricionários (AD).

Conforme Dechow et. al. (1995), os *accruals* discricionários são estimados pelo modelo a seguir:

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\Delta NetRev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}) / At_{i,t-1} + \beta_2 PPE_{i,t} / At_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde  $\Delta NetRev_{i,t}$  representa a variação na receita líquida da empresa  $i$  entre o período  $t$  e o período  $t-1$ ;  $\Delta Rec_{i,t}$  as duplicatas a receber da empresa  $i$  entre o período  $t$  e o período  $t-1$ ;  $PPE_{i,t}$  o imobilizado da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $At_{i,t-1}$  o totais de ativos da empresa  $i$  no exercício anterior.

Para se estimar os *accruals* discricionários, é necessário calcular os valores dos *accruals* totais. Sendo assim, foram utilizadas duas formas de cálculo diversas. Para os dados da amostra contidos no período de 1995 até 2009, devido à ausência de dados do fluxo de caixa operacional, os *accruals* totais foram calculados utilizando-se o método indireto, ou abordagem de

balanço (Consoni, Colauto & Sampaio Franco de Lima, 2017), em que os *accruals* totais são mensurados utilizando-se a seguinte fórmula:

$$AT_{i,t} = (\Delta AC_{i,t} - \Delta Caixa_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta FE_{i,t}) - Depr_{i,t} / A_{i,t-1} \quad (4)$$

Onde,  $AT_{i,t}$  são os *accruals* totais da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $\Delta AC_{i,t}$  a variação do ativo circulante da empresa  $i$  entre o período  $t$  e  $t-1$ ;  $\Delta Caixa_{i,t}$  a variação do disponível da empresa  $i$  entre o período  $t$  e  $t-1$ ;  $\Delta PC_{i,t}$  a variação do passivo circulante da empresa  $i$  entre o período  $t$  e  $t-1$ ;  $\Delta FE_{i,t}$  a variação dos empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa  $i$  entre o período  $t$  e  $t-1$ ;  $Depr_{i,t}$  a depreciação, amortização e exaustão da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $A_{i,t}$  o total dos ativos da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

Para o período a partir de 2010 até 2015, os dados da demonstração de fluxo de caixa estão disponíveis devido a obrigatoriedade de elaboração desta demonstração a partir desta data. Com isso, os *accruals* totais são calculados pelo método direto, utilizando-se a seguinte fórmula:

$$AT_{i,t} = EBIT_{i,t} - FCO_{i,t} \quad (5)$$

Onde  $EBIT_{i,t}$ , representa lucro antes dos impostos (*Earnings Before Interests and Taxes*) da empresa  $i$  no período  $t$  e  $FCO_{i,t}$ , o fluxo de caixa operacional da empresa  $i$  no período  $t$ .

Para ambos os modelos, os *accruals* discricionários foram gerados rodando-se as respectivas regressões em *looping* no Stata, estabelecendo-se o mínimo de seis observações e, neste procedimento, armazenando-se os resíduos de cada modelo que são os *accruals* discricionários a serem utilizados na modelo empírico da pesquisa.

### 3.2.1.1.2 *Earnings Persistence (EP)*

Para Dechow et al. (2010), a persistência dos lucros indica melhor qualidade dos lucros considerando que representam a sustentabilidade dos resultados contábeis. Para medir a persistência dos lucros das empresas da amostra, foi utilizado o modelo a seguir:

$$EARNINGS_{t+1} = \alpha + \beta_1 EARNINGS_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

Neste modelo,  $EARNINGS_{t+1}$  representa o lucro no exercício,  $EARNINGS_t$  o lucro no exercício anterior e o coeficiente  $\beta_1$  mede a persistência dos lucros, sendo que, quanto maior  $\beta_1$  maior a persistência dos lucros, e conseqüentemente, melhor a qualidade dos lucros.

Conforme Ben-Nasr et al. (2015),  $\beta_1$  próximos de 1 indicam lucros mais persistentes e  $\beta_1$  próximos de 0 indicam lucros mais temporários. Para calcular o EP, foram rodadas regressões em *looping* de setor e ano no módulo Stata, armazenando-se o coeficiente  $\beta_1$  do modelo 7. Todas as *proxies* geradas foram *winsorizadas* a 2,5% para reduzir os efeitos de *outliers* da amostra.

## 4. RESULTADOS DA PESQUISA

### 4.1 Análise Empírica

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis do modelo empírico que foram geradas por meio de procedimentos no módulo STATA.

**TABELA 3: Estatística Descritiva Geral da Amostra**

VARIÁVEIS	N	Média	Desvio Padrão	Min.	Max.
ADJ91	17.031	0,012	0,021	0	0,072
ADJ95	17.031	0,011	0,020	0	0,072
EP	8.257	0,305	0,571	-0,853	1,597
GOVT1	17.031	0,142	0,349	0	1
GOVCTRL	16.519	0,115	0,319	0	1
GOVT20	17.031	0,169	0,374	0	1
GOVT3	17.031	0,257	0,437	0	1
GOVT5	17.031	0,275	0,447	0	1
ROA	17.031	0,052	0,096	-0,207	0,274
D2E	17.031	2,791	4,205	0,021	19,253
M2B	12.285	0,960	1,418	0	6,478
QRatio	12.284	1,009	0,493	0,193	2,701
LogAtivo	17.031	13,521	2,032	8,906	17,373
BIG4	13.361	0,631	0,482	0	1
NDGC	8.757	0,436	0,496	0	1

N representa o número de observações e DP o desvio padrão.

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação de todas as variáveis do modelo de regressão.

**TABELA 4: Matriz de correlação**

	ADJ91	ADJ95	EP	GOVT1	GOVCTRL	GOVT20	GOVT3	GOVT5	ROA	D2E	M2B	QRatio	LogAtivo	BIG4	NDGC
ADJ91	1														
ADJ95	0.910	1													
EP	0.022	0.018	1												
GOVT1	-0.092	-0.074	-0.072	1											
GOVCTRL	-0.092	-0.074	-0.072	1.000	1										
GOVT20	-0.059	-0.035	-0.032	0.893	0.893	1									
GOVT3	-0.012	-0.012	-0.033	0.699	0.699	0.782	1								
GOVT5	0.014	-0.004	-0.018	0.672	0.672	0.752	0.961	1							
ROA	-0.056	-0.036	0.278	0.024	0.024	0.036	0.058	0.060	1						
D2E	-0.020	0.021	-0.042	-0.097	-0.097	-0.080	-0.087	-0.092	-0.182	1					
M2B	0.039	0.019	0.041	-0.133	-0.133	-0.124	-0.091	-0.078	0.094	0.022	1				
QRatio	0.071	0.041	0.210	-0.079	-0.079	-0.076	0.003	0.019	0.277	-0.148	0.743	1			
LogAtivo	0.145	0.159	0.149	0.250	0.250	0.281	0.340	0.358	0.187	-0.010	-0.129	0.097	1		
BIG4	0.061	0.037	0.198	0.121	0.121	0.138	0.211	0.220	0.270	-0.153	0.040	0.153	0.519	1	
NDGC	0.155	0.141	0.169	0.057	0.057	0.093	0.167	0.193	0.093	-0.151	0.100	0.179	0.518	0.421	1

O resultado da matriz de correlação das variáveis do modelo empírico (TABELA 5), demonstra uma leve correlação negativa entre os *accruals discricionários* (ADJ91 e ADJ95) e as variáveis de participação estatal (GOV) nos levando a inferir que a participação estatal leva a menores níveis de gerenciamento de resultados em empresas brasileiras e, sendo assim, melhor qualidade dos lucros, em consonância com resultados de pesquisas em empresas chinesas efetuados por Wang e Yung (2011). Vale destacar que ambas as medidas de *accruals* apresentam resultados semelhantes, confirmando a robustez dos mesmos.

Seguindo o que estabelece a literatura, um dos fatores que consideramos pode levar a esse resultado consiste no fato de governo ser acionista institucional, contexto que pode levar à menores níveis de gerenciamento de resultados (Hadani et al., 2011). Além disso, a estrutura de incentivos em que estão inseridas as SOEs, onde inexistem direitos de propriedade (bônus por desempenho) atribuídos a gestores e existe menos pressão para atingir metas de analistas de mercado, gestores possuem menos incentivos para gerenciar resultados.

Em conformidade com o que estabelece a literatura internacional, a variável EP apresenta fraca correlação negativa com as variáveis de participação estatal, o que denota menor sustentabilidade dos lucros nas empresas em que o governo é acionista e, conseqüentemente, menor qualidade dos lucros. Considerando que empresas gerenciam resultados para diminuir a variabilidade dos lucros (*smoothness*), o fato de as SOEs brasileiras apresentarem menos gerenciamento de resultados pode justificar tal resultado.

Ao se observar a correlação das variáveis de controle utilizadas no modelo e as variáveis de participação estatal, nota-se que, empresas em que o governo possui maior participação apresentam maior lucratividade, já que a variável ROA e as variáveis GOV apresentam valores positivos. As variáveis de controle para valor de mercado e oportunidade de crescimento (B2M e QRatio), ambas, apresentam correlação negativa com as variáveis GOV, o que nos leva a inferir que, empresas em que o governo é acionista apresentam menores valores de mercado e potencial de crescimento. Neste sentido, atribuímos este resultado ao fato de estas empresas

sofrerem menos pressão de investidores para alcançar metas de mercado.

A variável LogAtivo apresenta leve correlação positiva com as variáveis de participação estatal, o que denota que, no cenário brasileiro, as empresas em que o governo participa são maiores em volume de ativos. As variáveis de governança (BIG4 e NDGC) apresentam, também, ambas, correlação positiva com as variáveis GOV o que denota melhor governança em empresas com participação estatal. Ainda dentre as variáveis de controle, vale destacar, leve associação negativa entre D2E e as variáveis GOV, o que nos leva a inferir que, as empresas em que o governo participa possuem menor endividamento, ou são mais conservadores nas suas decisões de financiamento. No intuito de comparar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros nas SOEs e POEs, efetuou-se o teste de diferença das médias em que os resultados são demonstrados na Tabela 5 a seguir.

TABELA 5: Teste de Diferença das Médias

<b>Painel A: 1º Maior Acionista</b>								
Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	2416	0,009	0,018	14615	0,013	0,022	0,004	0,000***
ADJ95	2416	0,008	0,017	14615	0,012	0,021	0,004	0,000***
EP	1513	0,226	0,512	6744	0,322	0,582	0,096	0,000***
ROA	2416	0,068	0,094	14615	0,05	0,096	-0,019	0,000***
D2E	2416	2,445	3,676	14615	2,848	4,283	0,403	0,000***
M2B	1823	0,808	1,238	10462	0,986	1,446	0,178	0,000***
QRatio	1823	1,008	0,461	10461	1,009	0,499	0,001	0,92
LogAtivo	2416	14,685	1,953	14615	13,329	1,98	-1,356	0,000***
BIG4	1523	0,76	0,427	7869	0,609	0,488	-0,151	0,000***
NDGC	1522	0,432	0,499	7235	0,459	0,495	-0,028	0,048**
<b>Painel B: Controle Acionário</b>								
Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	1904	0,009	0,018	14615	0,013	0,022	0,004	0,000***
ADJ95	14615	0,012	0,018	1904	0,007	0,021	0,004	0,000***
EP	1145	0,189	0,493	6744	0,322	0,582	0,133	0,000***
ROA	1904	0,063	0,091	14615	0,05	0,096	-0,013	0,000***
D2E	1904	2,442	3,908	14615	2,848	4,283	0,406	0,000***
M2B	1442	0,621	0,892	10462	0,986	1,446	0,365	0,000***
QRatio	1442	0,949	0,389	10461	1,009	0,499	0,06	0,000***
LogAtivo	1904	14,666	1,882	14615	13,329	1,98	-1,337	0,000***
BIG4	1167	0,753	0,431	7869	0,609	0,488	-0,144	0,000***
NDGC	1186	0,394	0,489	7235	0,432	0,495	0,038	0,015**
<b>Painel C: Propriedade de 20%+ ações</b>								

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	2870	0,010	0,019	14161	0,013	0,022	0,003	0,000***
ADJ95	2870	0,009	0,019	14161	0,012	0,021	0,003	0,000***
EP	1690	0,264	0,518	6567	0,315	0,583	0,051	0,001***
ROA	2870	0,067	0,091	14161	0,049	0,097	-0,017	0,000***
D2E	2870	2,74	4,243	14161	2,802	4,197	0,062	0,472
M2B	2123	0,885	1,459	10162	0,976	1,409	0,091	0,007***
QRatio	2123	1,003	0,469	10161	1,01	0,498	0,008	0,518
LogAtivo	2870	14,649	1,987	14161	13,292	1,87	-1,357	0,000***
BIG4	1754	0,745	0,436	7638	0,608	0,488	-0,137	0,000***
NDGC	1814	0,483	0,5	6943	0,424	0,494	-0,059	0,000***

**Painel D: Três Maiores Acionistas**

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	4377	0,011	0,020	12654	0,013	0,022	0,002	0,000***
ADJ95	4377	0,010	0,020	12654	0,012	0,021	0,002	0,000***
EP	2448	0,287	0,522	5809	0,312	0,59	0,025	0,074*
ROA	4377	0,067	0,095	12654	0,047	0,096	-0,019	0,000***
D2E	4377	2,719	4,184	12654	2,816	4,212	0,097	0,188
M2B	3338	0,931	1,45	8947	0,971	1,406	0,039	0,173
QRatio	3338	1,019	0,459	8946	1,005	0,505	-0,014	0,174
LogAtivo	4377	14,445	1,928	12654	13,201	1,969	-1,244	0,000***
BIG4	2568	0,773	0,419	6824	0,581	0,493	-0,192	0,000***
NDGC	2545	0,543	0,498	6212	0,393	0,488	-0,151	0,000***

**Painel E: Cinco Maiores Acionistas**

Variáveis	SOEs (A)			POEs (B)			Dif. das Médias	
	N	Média	DP	N	Média	DP	(B - A)	p-valor
ADJ91	4684	0,011	0,020	12347	0,013	0,022	0,002	0,000***
ADJ95	4684	0,010	0,019	12347	0,012	0,021	0,002	0,000***
EP	2608	0,29	0,523	5649	0,311	0,592	0,021	0,129
ROA	4684	0,067	0,093	12347	0,047	0,096	-0,02	0,000***
D2E	4684	2,834	4,344	12347	2,775	4,151	-0,059	0,416
M2B	3590	0,93	1,423	8695	0,973	1,416	0,043	0,127
QRatio	3590	1,023	0,456	8694	1,003	0,508	-0,02	0,046
LogAtivo	4684	14,483	1,885	12347	13,156	1,966	-1,327	0,000***
BIG4	2706	0,778	0,415	6686	0,574	0,494	-0,204	0,000***
NDGC	2642	0,551	0,497	6115	0,387	0,487	-0,164	0,000***

\*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Conforme os resultados apresentados na TABELA 5, a variável accruals discricionários apresenta diferença estatisticamente significativa com nível de confiança de 1%, nas cinco variáveis de participação estatal, os levando a inferir que a participação estatal afeta a qualidade dos lucros para a variável que mede o gerenciamento de resultados, sendo assim, pode-se inferir que

a participação estatal afeta o gerenciamento dos resultados em empresas brasileiras conforme foi demonstrado em pesquisas anteriores (Wang e Yung, 2011; Ben-Nasr et al, 2015).

Para a variável EP, os resultados demonstram que existe diferença significativa para GOVT1, GOVCTRL e GOVT20. Sendo assim, podemos inferir que, para essas variáveis, a participação estatal afeta a persistência dos lucros, em consonância com os resultados apresentados por Ben-Nasr et al. (2015) e Alipour et al. (2014). No entanto, a medida que o nível de participação estatal diminui, a diferença entre SOEs e POEs deixam de ser estatisticamente significativas. Esse resultado nos leva a inferir que, a participação estatal exerce influência sobre a persistência dos lucros no cenário brasileiro.

#### 4.2 Análise dos Resultados da Regressão Múltipla

Para a análise empírica, foram criados cinco modelos para cada uma das quatro variáveis de qualidade dos lucros, totalizando, então, nos vinte modelos de regressão demonstrados nas tabelas 6 e 7 onde também são apresentados os resultados da regressão múltipla a seguir.

**TABELA 6: REGRESSÃO MÚLTIPLA – PROXY: ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS**

Painel A: <i>Accruals</i> Discricionários - Modelo Jones (1991)					
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
GOVT1	-0,007 (0,000)***	-	-	-	-
GOVCTRL	-	-0,006 (0,000)***	-	-	-
GOVT20	-	-	-0,006 (0,000)***	-	-
GOVT3	-	-	-	-0,005 (0,000)***	-
GOVT5	-	-	-	-	-0,004 (0,000)***
ROA	-0,028 (0,000)***	-0,026 (0,000)***	-0,028 (0,000)***	-0,028 (0,000)***	-0,028 (0,000)***
D2E	-0,000 (0,122)	-0,000 (0,094)*	-0,000 (0,196)	-0,000 (0,215)	-0,000 (0,227)
M2B	0,000 (0,310)	0,000 (0,097)*	0,000 (0,260)	0,000 (0,227)	0,000 (0,232)
QRatio	0,004 (0,000)***	0,003 (0,001)***	0,004 (0,000)***	0,004 (0,000)***	0,004 (0,000)***
LogAtivo	0,001 (0,000)***	0,001 (0,000)***	0,001 (0,001)***	0,001 (0,002)***	0,001 (0,003)***

BIG4	0,001 (0,258)	0,001 (0,399)	0,001 (0,268)	0,001 (0,193)	0,001 (0,200)
NDGC	0,005 (0,000)***	0,005 (0,000)***	0,005 (0,000)***	0,006 (0,000)***	0,006 (0,000)***
R <sup>2</sup>	0,064	0,064	0,060	0,058	0,056
R <sup>2</sup> Ajustado	0,062	0,062	0,058	0,056	0,054
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Os dados acima consistem em resultados dos modelos empíricos a seguir apresentados:

**Painel A Modelo (1):**  $ADJ91_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT1_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel A Modelo (2):**  $ADJ91_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVCTRL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel A Modelo (3):**  $ADJ91_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT20_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel A Modelo (4):**  $ADJ91_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT3_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel A Modelo (5):**  $ADJ91_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT5_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel B: Accruals Discricionários - Modelo Jones Modificado (DeChow et al.,1995)**

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
GOVT1	-0,006 (0,000)***	-	-	-	-
GOVCTRL	-	-0,005 (0,000)***	-	-	-
GOVT20	-	-	-0,046 (0,000)***	-	-
GOVT3	-	-	-	-0,004 (0,000)***	-
GOVT5	-	-	-	-	-0,004 (0,000)***
ROA	-0,022 (0,000)***	-0,021 (0,000)***	-0,022 (0,000)***	-0,022 (0,000)***	-0,022 (0,000)***
D2E	-0,000 (0,766)	-0,000 (0,760)	-1,610 (0,985)	-4,830 (0,956)	-7,640 (0,931)
M2B	0,000 (0,201)	0,000 (0,108)	0,000 (0,174)	0,000 (0,141)	0,000 (0,135)
QRatio	0,002 (0,010)**	0,002 (0,017)**	0,002 (0,010)**	0,002 (0,009)**	0,002 (0,010)**
LogAtivo	0,001 (0,000)***	0,001 (0,000)***	0,001 (0,000)***	0,001 (0,000)***	0,001 (0,000)***
BIG4	0,001 (0,386)	0,000 (0,490)	0,001 (0,397)	0,001 (0,302)	0,000 (0,302)
NDGC	0,005 (0,000)***	0,005 (0,000)***	0,005 (0,000)***	0,005 (0,000)***	0,005 (0,000)***
R <sup>2</sup>	0,052	0,052	0,047	0,049	0,049
R <sup>2</sup> Ajust	0,050	0,050	0,046	0,047	0,047
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

**Painel B Modelo (1):**  $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT1_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

---

**Painel B Modelo (2):**  $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVCTRL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

---

**Painel B Modelo (3):**  $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT20_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

---

**Painel B Modelo (4):**  $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT3_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

---

**Painel B Modelo (5):**  $ADJ95_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT5_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

---

Os resultados da TABELA 6 – Painéis A e B – demonstram que, para a *proxy* de qualidade dos lucros *accruals* discricionários (ADJ91 e ADJ95), os coeficientes de todas as variáveis de participação estatal se apresentam significativos e negativos, o que nos leva a aceitar H1, contrariando, com isso, os resultados encontrados na pesquisa *cross-country* efetuadas por Ben-Nasr et al. (2015), mas em consonância com os resultados apresentados por Wang e Yung (2011) com amostras de empresas chinesas. Atribuímos esse resultado ao fato de gestores em SOEs estão menos expostos às pressões do mercado de capitais para bater metas (*target beating*) e previsão de analistas, e com isso, possuem menos incentivos para gerenciar os resultados de forma a atingir metas específicas de desempenho (Wang e Yung, 2011).

Para essa *proxy* de qualidade dos lucros, os coeficientes das variáveis de controle se apresentam significativos para as variáveis ROA, QRatio, LogAtivo e NDGC, nos levando a inferir que lucratividade, oportunidade de crescimento, tamanho da empresas e níveis de governança afetam o gerenciamento de resultados no contexto brasileiro em conformidade com o que estabelece a literatura.

**TABELA 7: RESULTADOS DA REGRESSÃO – PROXY: EP**

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
GOVT1	-0,133 (0,000)***	-	-	-	-
GOVCTRL	-	-0,126 (0,000)***	-	-	-
GOVT20	-	-	-0,075 (0,000)***	-	-
GOVT3	-	-	-	-0,117 (0,000)***	-
GOVT5	-	-	-	-	-0,103 (0,000)***
ROA	1,289 (0,000)***	1,283 (0,000)***	1,289 (0,000)***	1,282 (0,000)***	1,280 (0,000)***
D2E	0,012 (0,000)***	0,011 (0,000)***	0,012 (0,000)***	0,012 (0,000)***	0,012 (0,000)***

M2B	-0,102 (0,000)***	-0,103 (0,000)***	-0,103 (0,000)***	-0,105 (0,000)***	-0,104 (0,000)***
Qratio	0,362 (0,000)***	0,366 (0,000)***	0,365 (0,000)***	0,373 (0,000)***	0,374 (0,000)***
LogAtivo	-0,009 (0,212)***	-0,010 (0,177)	-0,012 (0,093)*	-0,008 (0,241)	-0,009 (0,201)
BIG4	0,117 (0,000)***	0,114 (0,000)***	0,117 (0,000)***	0,123 (0,000)***	0,122 (0,000)***
NDGC	0,119 (0,000)***	0,124 (0,000)***	0,120 (0,000)***	0,125 (0,000)***	0,127 (0,000)***
R <sup>2</sup>	0,145	0,146	0,140	0,145	0,143
R <sup>2</sup> Ajustado	0,143	0,143	0,137	0,143	0,141
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Os dados acima consistem em resultados dos modelos empíricos a seguir apresentados:

**Painel C Modelo (1):**  $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT1_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel C Modelo (2):**  $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVCTRL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel C Modelo (3):**  $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT20_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel C Modelo (4):**  $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT3_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

**Painel C Modelo (5):**  $EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVT5_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 D2E_{i,t} + \beta_4 M2B_{i,t} + \beta_5 QRatio_{i,t} + \beta_6 LogAtivo_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 NDGC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

\*, \*\* e \*\*\* denotam níveis de confiança de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Na tabela acima, os coeficientes das variáveis são apresentados na linha superior e os p-valores das variáveis são demonstrados entre parênteses na linha inferior.

A TABELA 7 apresenta os resultados da regressão para a *proxy* EP – *earnings persistence*. Essa variável avalia persistência dos resultados da empresa, no sentido em que, maior persistência implica em maior sustentabilidade e, com isso, possibilidade de se efetuar projeções de resultados mais acuradas (Sousa e Galdi, 2016). Isso leva à maior valor de mercado para as empresas em que os lucros são mais sustentáveis, sendo assim, a literatura a estabelece como *proxy* de qualidade dos lucros.

Conforme os resultados apresentados na TABELA 7, para a variável EP, os coeficientes de todas as variáveis de participação estatal são significativos e negativos, nos levando a rejeitar a H2 que estabelece que SOEs apresentam maior sustentabilidade de resultados o que corrobora com resultados apresentados por Ben-Nasr et al. (2015).

Considerando que, menor persistência dos lucros é indicativo de menor qualidade dos lucros, os resultados para as duas *proxies* (*accruals* discricionários e *earnings persistence*) utilizadas nesta pesquisa, então, se apresentam conflitantes.

No entanto, ao analisar os resultados em direções opostas, consideramos, que no contexto brasileiro, pode-se aplicar um cenário apresentado em Dechow et al. (2010) em que *accruals* discricionários são utilizados para suavização dos lucros (o que os autores denominam “suavização anormal” – *abnormal smoothness*), e conseqüentemente, para melhorar a persistência dos lucros.

Desta forma, pode-se considerar que a ausência de suavização dos lucros para apresentação de melhor sustentabilidade da empresa, denota informações mais fidedignas, ou seja, sem manipulação de dados que, em última instancia, resultam em melhor a qualidade da informação contábil.

Dechow et. al. (2010) destacam que, suavizações anormais são considerados como níveis de gerenciamento de resultados. Considerando menores níveis de *accruals* discricionários das SOEs, podemos inferir que menor persistência dos lucros nas SOEs brasileiras podem ser atribuídos a menos gerenciamento de resultados destas empresas, no entanto, maiores estudos são necessários para avaliar esse contexto específico.

Outro fato a ser considerado para menor persistência dos lucros nas SOEs brasileiras é o fato de empresas brasileiras apresentarem alta concentração de propriedade que, para Sousa e Galdi (2016), levam a menor persistência dos lucros e, conseqüente menor sustentabilidade dos resultados futuros.

Consistente com os resultados das regressões anteriores, a regressão da *proxy* EP de qualidade dos lucros apresenta os coeficientes significativo para todas as variáveis de controle (com exceção do LogAtivo) corroborando com a noção de que, em empresas brasileiras, a persistência dos lucros afeta o valor de mercado, a lucratividade, o endividamento e os níveis de governança.

Concluindo, as regressões das duas proxies de qualidade dos lucros se apresentam conflitantes, sendo que as SOEs se apresentam com menores níveis de *accruals* discricionários (gerenciamento de resultados), mas com menor persistência dos lucros.

Neste cenário, consideramos que menor persistência dos lucros pode estar associada à menor gerenciamento de resultados para suavização dos lucros o que pode levar à menor persistência dos resultados. No entanto, novos estudos adicionais são necessários para avaliar o cenário apresentado.

## 5. CONCLUSÃO

Este trabalho tem o objetivo de analisar os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros em empresas brasileiras listada na B3. A presente pesquisa contribui para a literatura de qualidade dos lucros ao ampliar os estudos existentes sobre o tema em ambiente institucional brasileiro. Apesar de haverem pesquisas com amostras de empresas em economias emergentes, até onde conhecemos, inexistem trabalhos neste sentido com amostra de empresas brasileiras na literatura brasileira e internacional. Além disso, este trabalho lança luz sobre as reais implicações da participação estatal no mercado de capitais brasileiro, contribuindo, com isso, para informar investidores sobre a qualidade dos lucros nestas empresas.

A análise dos dados efetuada nesta pesquisa demonstra resultados conflitantes com os resultados de pesquisas anteriores em cenários diferentes. A maioria da literatura internacional sobre o tema (o tema ainda é inexplorado em pesquisas nacionais), demonstra maior gerenciamento de resultados nas empresas em que o governo é acionista, ao que atribuem o fato de menor transparência e pior governança destas empresas.

No entanto, utilizando como medida os *accruals* discricionários, os resultados deste trabalho apontam em sentido inverso, ou seja, quanto maior a participação estatal, menor o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras, corroborando com resultados de pesquisas efetuadas com amostra de empresas chinesas (Wang e Yung, 2011).

A estrutura de incentivos peculiar destas entidades, tais como, ausência de opções de ações (*stock options*) à gestores, além do fato de estas empresas exercerem menor pressão em gestores para alcançar metas de resultado pode explicar tais resultados. Adicionalmente, consideramos fator determinante deste resultado, também, o fato das SOEs brasileiras (incluindo-se dentre estas as sociedades de economia mista e, demais empresas em que o governo possui controle acionário indireto) estarem submetidas às normas de direito público e, com isso, ao controle externo exercido pela Corte de Contas Federal.

Os resultados da regressão da *proxy* EP demonstram que, no cenário brasileiro, SOEs apresentam menor persistência dos lucros, o que leva a menor acurácia para projetar resultados futuros. O entendimento do motivo desta evidência demanda maiores estudos, mas pode ter relação com a qualidade de analistas que seguem as empresas e com projeções voluntariamente fornecidas ao mercado pelas companhias privadas em volume superior ao das controladas pelo governo.

Outro fator a se considerar é o fato de menores níveis de gerenciamento dos resultados para suavização dos resultados nestas empresas, o que pode resultar em menor persistência dos resultados.

A análise dos resultados encontrados leva às seguintes constatações: no cenário brasileiro, SOEs apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados o que leva à maior transparência e à maior qualidade dos lucros, e, conseqüentemente, à maior confiabilidade dos dados apresentados. A menor persistência dos lucros em SOEs brasileiras nos leva a inferir que a concentração de capital, característica do cenário brasileiro, afeta a acurácia ao prever resultados futuros destas empresas.

Concluindo, conforme os resultados apresentados neste trabalho, podemos constatar que a Hipótese da Interferência Política formulada por Ben-Nasr et al. (2015), se aplica à realidade do cenário brasileiro, no entanto, em sentido inverso aos resultados apresentados pelos autores de maior gerenciamento de resultados, e menor qualidade dos lucros. Neste sentido, pode-se inferir que, em SOEs brasileiras, a participação estatal contribui para melhor qualidade dos lucros, maior resposta dos investidores aos lucros, no entanto, menor persistência e sustentabilidade dos resultados reportados.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AN, Z.; LI, D.; YU, J. Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. **Journal of Banking & Finance**, 68, 131-152. 2016.

AROCENA, P.; OLIVEROS, D. The efficiency of state-owned and privatized firms: Does ownership make a difference? **International Journal of Production Economics**, 140(1), p. 457-465. Nov. Dec. 2012.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of accounting research**, p.159-178. 1968.

BEN-NASR, H.; COSSET, J. C. State ownership, political institutions, and stock price informativeness: Evidence from privatization. **Journal of Corporate Finance**, 29, 179-199. Dec. 2014.

BEN-NASR, H., BOUBAKRI, N., & COSSET, J. C. Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners. **Journal of Accounting and Public Policy**, 34(4), p. 392-416. July, 2015.

BINHOTI, F.A. A Presença do Estado Através das Empresas Estatais na Bolsa de Valores BM&FBovespa. **Monografia do Curso de Ciências Econômicas da UFSC**. 2008.

BOUBAKRI, N., COSSET, J. C., GUEDHAMI, O. Privatization, corporate governance and economic environment: Firm-level evidence from Asia. **Pacific-Basin Finance Journal**, 12(1), p. 65-90. 2004.

BOUBAKRI, N., Cosset, J. C.; GUEDHAMI, O. Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries. **Journal of Corporate Finance**, 11(5), p. 767-790. Oct. 2005.

BOUBAKRI, N., COSSET, J. C., & GUEDHAMI, O. From state to private ownership: Issues from strategic industries. **Journal of Banking & Finance**, 33(2), p. 367-379, Feb. 2009.

BOUBAKRI, N., COSSET, J. C., & SAFFAR, W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. **Journal of Financial Economics**, 108(3), p. 641-658, June 2013.

BOUBAKRI, N., COSSET, J. C., GUEDHAMI, O., & SAFFAR, W. The political economy of residual state ownership in privatized firms: Evidence from emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, 17(2), p. 244-258, 2011.

BOUBAKRI, N., GUEDHAMI, O., MISHRA, D., & SAFFAR, W. Political connections and the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, 18(3), p. 541-559, June 2012.

CHEN, C. Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China. **Nw. J. Int'l L. & Bus.**, 36, 303. Spring, 2016.

CLÒ, S., DEL BO, C. F., FERRARIS, M., FLORIO, M., VANDONE, D., & FIORIO, C. Public enterprises in the market for corporate control: recent worldwide evidence. **Annals of Public and Cooperative Economics**, 86(4), p. 559-583. Dec. 2015.

CONSONI, S., COLAUTO, R. D., & SAMPAIO FRANCO DE LIMA, G. A. A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, 28(74).Mai/Ago, 2017.

DECHOW, P. M., SLOAN, R. G., & SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225. Apr. 1995.

DECHOW, P., GE, W., & SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, 50(2-3), p. 344-401. Dec. 2010.

GAIQ, C., & RAPOSO, C. C. Corporate governance and earnings quality: International evidence. **Journal of Accounting and Finance**, 14(3), p. 52. 2014.

GIVOLY, D., HAYN, C. K., & KATZ, S. P. Does public ownership of equity improve earnings quality?. **The accounting review**, 85(1), P. 195-225. 2010.

HOPPE, E. I., & SCHMITZ, P. W. Public-private partnerships versus traditional procurement: Innovation incentives and information gathering. **The RAND Journal of Economics**, 44(1), p. 56-74. 2013.

JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, 3(4), p. 305-360. 1976.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of accounting research**, p. 193-228. September, 1991.

KORNAI, J. (1979). Resource-constrained versus demand-constrained systems. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 801-819. 1979.

KOWALSKI, P., BÜGE, M., SZTAJEROWSKA, M., & EGELAND, M. State-owned enterprises. 2013.

MUSACCHIO, A., & LAZZARINI, S. G. *Reinventing state capitalism*. **Harvard University Press**. 2014.

OECD (2015), “Brazil: History and Lessons” in *State-Owned Enterprises in Development Process*, **OECD Publishing**, Recuperado em 22 de fevereiro de 2018 de <http://dx.doi.org/10.1787/9789264229.617-en>.

PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, 54(2), p. 471-517. 1999

SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, 109(4), p. 995-1025. 1994.

SHUGHART, W. F., & RAZZOLINI, L. (Eds.). *The Elgar companion to public choice*. Edward Elgar Publishing. 2003.

SONG, J., WANG, R., & CAVUSGIL, S. T. State ownership and market orientation in China's public firms: An agency theory perspective. **International Business Review**, 24(4), p. 690-699. 2015.

SOUSA, E. F., & GALDI, F. C. The relationship between equity ownership concentration and earnings quality: evidence from Brazil. **Revista de Administração**, 51(4), p. 331-343. 2016.

WANG, L., & YUNG, K. Do state enterprises manage earnings more than privately owned firms? The case of China. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(7-8), p. 794-812. 2011.

WATTS, R. L., & ZIMMERMAN, J. L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **Accounting review**, p. 112-134. 1978.

WOOLDRIDGE, A. The Rise of State Capitalism. **The Economist**. Jan, 2012. Recuperado em 22 de fevereiro de 2017 de <http://www.economist.com/node/21543160>.

ZIMMERMAN, J. L. 1978 Competitive Manuscript Award: The Costs and Benefits of Cost Allocations. **Accounting Review**, p. 504-521. 1979.

DURNEV, A.; FAUVER, L. Stealing from Thieves from Governance and Performance When States are Predatory. Working Paper. **McGrill University**, 2007. Disponível em: <https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/15736/1/WP2008-12a.pdf>. Acesso em 10.05.2017.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, R.; VISHNY, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**. V. 54, p. 471-517, 1999.

AN, Z.; LI, D.; YU, J. Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. **Journal of Banking & Finance**. V. 68, p. 131-152, July 2016.